PRÉFACÉ PAR WARREN BUFFETT

« Le meilleur livre sur l'investissement en Bourse jamais écrit. »

L'INVESTISSEUR INTELLIGENT

UNE RÉFÉRENCE EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

NOUVELLE ÉDITION COMMENTÉE

BENJAMIN GRAHAM

Commenté par Jason Zweig

Traduit et annoté par Didier Coutton

L'investisseur intelligent

Un livre de conseils pratiques

Édition révisée

Benjamin Graham

Mis à jour avec un nouveau commentaire par Jason Zweig

À EMG

Grâce à des chances diverses, à travers tous

vicissitudes, nous faisons notre chemin….

Énéide

Contenu

Le texte reproduit ici est la quatrième édition révisée, mise à jour par Graham en 1971-1972 et initialement publiée en 1973. Les notes de chapitre numérotées sont originales à Graham - le texte en gras dans ces notes est de Jason Zweig.

Les nouvelles notes de Jason Zweig dans les chapitres de Graham sont désignées par un astérisque ou une croix.

Préface à la quatrième édition,
par Warren E. Buffett

J'ai lu la première édition de ce livre au début des années 1950, quand j'avais dix-neuf ans. Je pensais alors que c'était de loin le meilleur livre sur l'investissement jamais écrit. Je pense toujours que c'est le cas.

Investir avec succès au cours d'une vie ne nécessite pas un QI stratosphérique, des informations commerciales inhabituelles ou des informations privilégiées. Ce qu'il faut, c'est un cadre intellectuel solide pour prendre des décisions et la capacité d'empêcher les émotions de

corroder ce cadre. Ce livre prescrit précisément et clairement le cadre approprié. Vous devez fournir la discipline émotionnelle.

Si vous suivez les principes comportementaux et commerciaux que préconise Graham - et si vous accordez une attention particulière aux précieux conseils des chapitres 8 et 20 - vous n'obtiendrez pas un mauvais résultat de vos investissements. (Cela représente plus une réalisation que vous ne le pensez.) La réalisation de résultats exceptionnels dépendra de l'effort et de l'intellect que vous appliquerez à vos investissements, ainsi que de l'amplitude de la folie boursière qui prévaut pendant votre carrière d'investissement. Plus le comportement du marché est idiot, plus les opportunités pour l'investisseur professionnel sont grandes. Suivez Graham et vous profiterez de la folie plutôt que d'y participer.

Pour moi, Ben Graham était bien plus qu'un auteur ou un enseignant. Plus que tout autre homme sauf mon père, il a influencé ma vie. Peu de temps après la mort de Ben en 1976, j'ai écrit le bref souvenir suivant à son sujet dans le *Financial Analysts Journal.* En lisant le livre, je crois que vous percevrez certaines des qualités que j'ai mentionnées dans cet hommage.

Benjamin Graham

1894–1976

Il y a plusieurs années, Ben Graham, alors âgé de près de quatre-vingts ans, a exprimé à un ami la pensée qu'il espérait chaque jour faire «quelque chose de stupide, de créatif et de généreux».

L'inclusion de ce premier objectif fantaisiste reflète son talent pour l'emballage des idées sous une forme qui évite toute connotation de sermonisation ou d'importance personnelle. Bien que ses idées soient puissantes, leur livraison était d'une douceur sans faille.

Les lecteurs de ce magazine n'ont pas besoin d'élaborer ses réalisations telles que mesurées par le niveau de créativité. Il est rare que le fondateur d'une discipline ne trouve pas son travail éclipsé assez rapidement par les successeurs. Mais plus de quarante ans après la publication du livre qui a apporté la structure et la logique à une activité désordonnée et confuse, il est difficile de penser à des candidats possibles pour même le poste de finaliste dans le domaine de l'analyse de la sécurité. Dans un domaine où beaucoup semble insensé quelques semaines ou mois après sa publication, les principes de Ben sont restés solides - leur valeur a souvent été améliorée et mieux comprise à la suite des tempêtes financières qui ont

démoli des structures intellectuelles plus fragiles. Son conseil de solidité a apporté des récompenses sans faille à ses disciples - même à ceux qui avaient des capacités naturelles inférieures aux pratiquants plus doués qui ont trébuché tout en suivant des conseils d'éclat ou de mode.

Un aspect remarquable de la domination de Ben dans son domaine professionnel est qu'il l'a atteint sans cette étroitesse de l'activité mentale qui concentre tous les efforts sur une seule fin. C'était plutôt le sous-produit accessoire d'un intellect dont l'ampleur dépassait presque la définition. Certes, je n'ai jamais rencontré personne avec un esprit de même ampleur. Un rappel presque total, une fascination sans fin pour les nouvelles connaissances et une capacité à les refondre sous une forme applicable à des problèmes apparemment sans rapport ont fait de l'exposition à sa pensée dans n'importe quel domaine un délice.

Mais son troisième impératif - la générosité - est celui où il a réussi au-delà de tous les autres. Je connaissais Ben comme mon professeur, mon employeur et mon ami. Dans chaque relation - tout comme avec tous ses étudiants, employés et amis - il y avait une générosité d'idées, de temps et d'esprit absolument illimitée et sans notes. Si la clarté de la pensée était nécessaire, il n'y avait pas de meilleur endroit où aller. Et si des encouragements ou des conseils étaient nécessaires, Ben était là.

Walter Lippmann a parlé d'hommes qui plantent des arbres sous lesquels d'autres hommes seront assis. Ben Graham était un tel homme.

Réimprimé du *Financial Analysts Journal,* novembre / décembre 1976.

Une note sur Benjamin Graham par Jason Zweig

Ou était Benjamin Graham, et pourquoi devriez- vous écouter?

Graham n'était pas seulement l'un des meilleurs investisseurs qui ait jamais vécu; il était également le plus grand penseur d'investissement pratique de tous les temps. Avant Graham, les gestionnaires de fonds se comportaient un peu comme une guilde médiévale, guidés en grande partie par la superstition, les conjectures et les rituels mystérieux. L' *analyse de la sécurité* de Graham est le manuel qui a transformé ce cercle moisi en une profession moderne.[1]

Et *l'investisseur intelligent* est le premier livre à décrire, pour les investisseurs individuels, le cadre émotionnel et les outils analytiques qui sont essentiels à la réussite financière. Il reste le meilleur livre sur l'investissement jamais écrit pour le grand public. *L'investisseur intelligent* *a* été le premier livre que j'ai lu lorsque j'ai rejoint *Forbes* Magazine en tant que journaliste club en 1987, et j'ai été frappé par la certitude de Graham que, tôt ou tard, tous les marchés haussiers devaient se terminer mal. En octobre de cette année, les actions américaines ont subi leur pire crash d'une journée de l'histoire, et j'étais accro. (Aujourd'hui, après le marché haussier sauvage de la fin des années 1990 et le marché baissier brutal qui a commencé au début de 2000, *l'investisseur intelligent* lit plus prophétiquement que jamais.)

Graham est venu par ses idées à la dure: en ressentant directement l'angoisse de la perte financière et en étudiant pendant des décennies l'histoire et la psychologie des marchés. Il est né Benjamin Grossbaum le 9 mai 1894 à Londres; son père était marchand de plats et de figurines en porcelaine.[2] La famille a déménagé à New York lorsque Ben avait un an. Au début, ils vivaient la belle vie - avec une femme de chambre, un cuisinier et une gouvernante française - sur la cinquième avenue supérieure. Mais le père de Ben est décédé en 1903, le commerce de la porcelaine a faibli et la famille a sombré dans la pauvreté. La mère de Ben a transformé leur maison en pension de famille; puis, empruntant de l'argent pour échanger des actions «sur marge», elle a été anéantie lors du krach de 1907. Pour le reste de sa vie, Ben se souviendrait de l'humiliation d'avoir encaissé un chèque pour sa mère et d'entendre le caissier demander: Dorothy Grossbaum est-elle bonne pour cinq dollars? »

Heureusement, Graham a remporté une bourse à Columbia, où son éclat a éclaté en pleine floraison. Il est diplômé en 1914, deuxième de sa classe. Avant la fin du dernier semestre de Graham, trois départements - anglais, philosophie et mathématiques - lui ont demandé de rejoindre la faculté. Il avait tous 20 ans.

Au lieu du milieu universitaire, Graham a décidé de donner un coup de feu à Wall Street. Il a commencé comme commis dans une société de négociation d'obligations, est rapidement devenu analyste, puis associé, et a rapidement dirigé son propre partenariat d'investissement.

Le boom et l'effondrement d'Internet n'auraient pas surpris Graham. En avril 1919, il a obtenu un rendement de 250% le premier jour de négociation pour Savold Tire, une nouvelle offre dans le secteur automobile

en plein essor; en octobre, l'entreprise avait été exposée comme une fraude et le stock était sans valeur.

Graham est devenu un maître dans la recherche de stocks dans les détails microscopiques, presque moléculaires. En 1925, en parcourant les rapports obscurs déposés par les oléoducs auprès de la US Interstate Commerce Commission, il apprit que Northern Pipe Line Co., qui se négocie alors à 65 dollars par action, détenait au moins 80 dollars par action en obligations de haute qualité. (Il a acheté les actions, harcelé ses dirigeants pour augmenter le dividende et est reparti avec 110 $ par action trois ans plus tard.)

Malgré une perte accablante de près de 70% pendant le Grand Crash de 1929–1932, Graham a survécu et a prospéré dans ses séquelles, récoltant des aubaines de l'épave du marché haussier. Il n'y a aucun record exact des premiers rendements de Graham, mais de 1936 jusqu'à sa retraite en 1956, son Graham-Newman Corp. a gagné au moins 14,7% par an, contre 12,2% pour le marché boursier dans son ensemble, l'un des meilleurs à long terme des antécédents sur l'histoire de Wall Street.[3]

Comment Graham l'a-t-il fait? Alliant ses pouvoirs intellectuels extraordinaires à un profond bon sens et à une vaste expérience, Graham a développé ses principes fondamentaux, qui sont au moins aussi valables aujourd'hui qu'ils l'étaient de son vivant:

- Un stock n'est pas seulement un symbole boursier ou un blip électronique; il s'agit d'une participation dans une entreprise réelle, avec une valeur sous-jacente qui ne dépend pas de son cours de bourse.

- Le marché est un pendule qui oscille à jamais entre l'optimisme insoutenable (qui rend les actions trop chères) et le pessimisme injustifié (qui les rend trop bon marché). L'investisseur intelligent est un réaliste qui vend aux optimistes et achète aux pessimistes.

- La valeur future de chaque investissement est fonction de son prix actuel. Plus le prix que vous payez est élevé, plus votre rendement sera faible.

- Quelle que soit votre prudence, le seul risque qu'aucun investisseur ne puisse éliminer est celui de se tromper. Ce n'est qu'en insistant sur ce que Graham appelle la «marge de sécurité» - jamais surpayer, peu importe à quel point un investissement semble excitant - que vous pouvez minimiser vos risques d'erreur.

- Le secret de votre réussite financière est en vous. Si vous devenez un penseur critique qui ne prend aucun «fait» de Wall Street sur la foi, et que vous investissez avec une confiance patiente, vous pouvez profiter régulièrement des pires marchés baissiers. En développant votre discipline et votre courage, vous pouvez refuser de laisser les sautes d'humeur des autres gouverner votre destinée financière. En fin de compte, le comportement de vos investissements est beaucoup moins important que votre comportement.

Le but de cette édition révisée de *l'investisseur intelligent* est d'appliquer les idées de Graham aux marchés financiers d'aujourd'hui tout en laissant son texte entièrement intact (à l'exception des notes de bas de page pour clarification).[4] Après chacun des chapitres de Graham, vous trouverez un nouveau commentaire. Dans ces guides de lecture, j'ai ajouté des exemples récents qui devraient vous montrer à quel point les principes de Graham restent pertinents et libérateurs.

Je vous envie de l'excitation et de l'illumination de lire le chef-d'œuvre de Graham pour la première fois - ou même la troisième ou la quatrième fois. Comme tous les classiques, il modifie notre façon de voir le monde et se renouvelle en nous éduquant. Et plus vous le lisez, mieux c'est. Avec Graham comme guide, vous êtes assuré de devenir un investisseur beaucoup plus intelligent.

Introduction:
ce que ce livre attend d'accomplir

Le présent ouvrage a pour objet de fournir, sous une forme adaptée aux profanes, des orientations pour l'adoption et l'exécution d'une politique d'investissement. Comparativement peu sera dit ici sur la technique d'analyse des titres; une attention particulière sera accordée aux principes d'investissement et aux attitudes des investisseurs. Nous fournirons cependant un certain nombre de comparaisons condensées de titres spécifiques - principalement par paires apparaissant côte à côte dans la liste de la Bourse de New York - afin de ramener à la maison de manière

concrète les éléments importants impliqués dans les choix spécifiques d'actions ordinaires.

Mais une grande partie de notre espace sera consacrée aux modèles historiques des marchés financiers, qui remontent dans certains cas sur plusieurs décennies. Pour investir intelligemment dans des valeurs mobilières, il faut avoir une connaissance suffisante de la manière dont les différents types d'obligations et d'actions se sont réellement comportés dans des conditions variables - dont certaines, au moins, on est susceptible de se rencontrer à nouveau selon sa propre expérience. Aucune déclaration n'est plus vraie et mieux applicable à Wall Street que le célèbre avertissement de Santayana: «Ceux qui ne se souviennent pas du passé sont condamnés à le répéter.»

Notre texte s'adresse aux investisseurs par opposition aux spéculateurs, et notre première tâche sera de clarifier et de souligner cette distinction désormais presque oubliée. On peut dire d'emblée que ce n'est pas un livre «comment faire un million». Il n'y a pas de chemin sûr et facile vers la richesse à Wall Street ou ailleurs. Il est peut-être bon de rappeler ce que nous venons de dire par un peu d'histoire financière - d'autant plus qu'il y a plus d'une morale à en tirer. Au cours de l'année culminante de 1929, John J. Raskob, figure la plus importante à l'échelle nationale et à Wall Street, a vanté les bienfaits du capitalisme dans un article du *Ladies 'Home Journal,* intitulé «Tout le monde devait être riche».* Sa thèse était que des économies de seulement 15 $ par mois investies dans de bonnes actions ordinaires - avec des dividendes réinvestis - produiraient une succession de 80 000 $ en vingt ans contre des contributions totales de seulement 3 600 $. Si le magnat de General Motors avait raison, c'était en effet un simple chemin vers la richesse. A quel point était-il juste? Notre calcul approximatif - basé sur un investissement supposé dans les 30 actions composant le Dow Jones Industrial Average (DJIA) - indique que si la prescription de Raskob avait été suivie entre 1929 et 1948, les avoirs de l'investisseur au début de 1949 auraient valu environ 8 500 $. . C'est loin de la promesse du grand homme de 80 000 $, et cela montre combien peu de confiance peut être accordée à de telles prévisions et assurances optimistes. Mais, en passant, il faut remarquer que le rendement réellement réalisé par l'opération de 20 ans aurait été meilleur que 8% composé annuellement - et cela malgré le fait que l'investisseur aurait commencé ses achats avec le DJIA à 300 et se soit terminé avec une évaluation basée sur le niveau de clôture de 1948 de 177. Ce record peut être considéré comme un argument persuasif pour le principe des achats mensuels réguliers de

solides actions ordinaires par le biais d'épaisses et minces - un programme connu sous le nom de «moyenne des coûts en dollars».

Puisque notre livre n'est pas destiné aux spéculateurs, il n'est pas destiné à ceux qui font du commerce sur le marché. La plupart de ces personnes sont guidées par des graphiques ou d'autres moyens largement mécaniques de déterminer les bons moments pour acheter et vendre. Le seul principe qui s'applique à presque toutes ces soi-disant «approches techniques» est qu'il faut acheter *parce* qu'une action ou le marché a augmenté et que l'on doit vendre *parce* qu'il a baissé. C'est exactement le contraire du bon sens des affaires partout ailleurs, et il est très peu probable qu'il puisse conduire à un succès durable à Wall Street. Dans notre propre expérience et observation boursière, s'étendant sur plus de 50 ans, nous n'avons pas connu une seule personne qui ait régulièrement ou durablement fait de l'argent en «suivant ainsi le marché». Nous n'hésitons pas à déclarer que cette approche est aussi fallacieuse que c'est populaire. Nous illustrerons ce que nous venons de dire - mais cela ne doit évidemment pas être pris comme preuve - par une brève discussion ultérieure de la fameuse théorie de Dow pour la négociation en bourse.[*]

Depuis sa première publication en 1949, des révisions de *The Intelligent Investor* sont apparues à intervalles d'environ cinq ans. Lors de la mise à jour de la version actuelle, nous devrons faire face à un certain nombre de nouveaux développements depuis la rédaction de l'édition de 1965. Ceux-ci inclus:

1. Une progression sans précédent du taux d'intérêt sur les obligations de haute qualité.

2. Une baisse d'environ 35% du niveau des prix des principales actions ordinaires, qui a pris fin en mai 1970. Il s'agit de la plus forte baisse en pourcentage en 30 ans. (D'innombrables problèmes de qualité inférieure avaient un retrait beaucoup plus important.)

3. Une inflation persistante des prix de gros et des prix à la consommation, qui a pris de l'ampleur malgré le déclin de l'activité générale en 1970.

4. Le développement rapide des sociétés de «conglomérat», des opérations de franchise et d'autres nouveautés relatives dans les affaires et la finance. (Il s'agit notamment d'un certain nombre d'appareils délicats tels que le "papier à lettres",[1] prolifération de bons de souscription d'actions, noms trompeurs, recours à des banques étrangères, etc.)[‡]

5. Faillite de notre plus grand chemin de fer, endettement excessif à court et à long terme de nombreuses sociétés autrefois fortement ancrées, et même un problème inquiétant de solvabilité des maisons de Wall Street.*

6. L'avènement de la vogue «performance» dans la gestion des fonds d'investissement, y compris certains fonds fiduciaires bancaires, avec des résultats inquiétants.

Ces phénomènes auront notre attention, et certains nécessiteront des changements dans les conclusions et l'accent de notre édition précédente. Les principes sous-jacents d'un investissement sain ne devraient pas changer d'une décennie à l'autre, mais l'application de ces principes doit être adaptée aux changements importants des mécanismes financiers et du climat.

La dernière affirmation a été mise à l'épreuve lors de la rédaction de la présente édition, dont la première version a été achevée en janvier 1971. A cette époque, le DJIA se remettait fortement de son plus bas de 1970 de 632 et avançait vers un sommet de 1971 de 951, avec l'optimisme général qui l'accompagne. Alors que le dernier projet était terminé, en novembre 1971, le marché était en proie à une nouvelle baisse, le ramenant à 797 avec un malaise général renouvelé quant à son avenir. Nous n'avons pas laissé ces fluctuations affecter notre attitude générale à l'égard d'une politique d'investissement saine, qui reste sensiblement inchangée depuis la première édition de ce livre en 1949.

L'ampleur de la contraction du marché en 1969-1970 aurait dû dissiper une illusion qui avait gagné du terrain au cours des deux dernières décennies. En effet, les principales actions ordinaires pouvaient être achetées à tout moment et à tout prix, avec l'assurance non seulement du profit final, mais également que toute perte intermédiaire serait bientôt récupérée par une nouvelle progression du marché à de nouveaux niveaux élevés. C'était trop beau pour être vrai. Enfin, le marché boursier est «revenu à la normale», en ce sens que les spéculateurs et les investisseurs doivent à nouveau être prêts à subir des baisses importantes et peut-être prolongées ainsi que des augmentations de la valeur de leurs avoirs.

Dans le domaine de nombreuses actions ordinaires secondaires et de troisième ligne, en particulier les entreprises récemment introduites en bourse, les ravages provoqués par la dernière rupture du marché ont été catastrophiques. Ce n'était pas nouveau en soi - c'était arrivé à un degré similaire en 1961-1962 - mais il y avait maintenant un élément nouveau dans le fait que certains des fonds d'investissement avaient des

engagements importants dans des questions hautement spéculatives et évidemment surévaluées de ce type. Évidemment, ce n'est pas seulement le tyro qui doit être averti que même si l'enthousiasme peut être nécessaire pour de grandes réalisations ailleurs, à Wall Street, il mène presque invariablement au désastre.

La principale question à laquelle nous devrons faire face découle de l'énorme hausse du taux d'intérêt sur les obligations de première qualité. Depuis la fin de 1967, l'investisseur a pu obtenir plus de deux fois plus de revenus de ces obligations que les dividendes sur des actions ordinaires représentatives. Au début de 1972, le rendement était de 7,19% pour les obligations de première qualité contre seulement 2,76% pour les actions industrielles. (Cela se compare à 4,40% et 2,92% respectivement à la fin de 1964.) Il est difficile de réaliser que lorsque nous avons écrit ce livre pour la première fois en 1949, les chiffres étaient presque exactement à l'opposé: les obligations n'ont rapporté que 2,66% et les actions ont rapporté 6,82. %.[2] Dans les éditions précédentes, nous avons toujours insisté pour qu'au moins 25% du portefeuille de l'investisseur conservateur soit détenu en actions ordinaires, et nous avons favorisé en général une répartition 50-50 entre les deux médias. Nous devons maintenant nous demander si le grand avantage actuel des rendements obligataires par rapport aux rendements boursiers justifierait une politique entièrement obligataire jusqu'à ce qu'une relation plus sensée revienne, comme nous l'espérons. Naturellement, la question de la poursuite de l'inflation sera d'une grande importance pour prendre notre décision ici. Un chapitre sera consacré à cette discussion.[*]

Dans le passé, nous avons fait une distinction fondamentale entre deux types d'investisseurs à qui ce livre était destiné - les «défensifs» et les «entreprenants». L'investisseur défensif (ou passif) mettra principalement l'accent sur la prévention des erreurs graves ou pertes. Son deuxième objectif sera l'absence d'efforts, de contrariétés et la nécessité de prendre des décisions fréquentes. Le trait déterminant de l'investisseur entreprenant (ou actif ou agressif) est sa volonté de consacrer du temps et de l'attention à la sélection de titres à la fois sains et plus attractifs que la moyenne. Pendant de nombreuses décennies, un investisseur entreprenant de ce type pourrait s'attendre à une récompense valable pour ses compétences et ses efforts supplémentaires, sous la forme d'un meilleur rendement moyen que celui réalisé par l'investisseur passif. Nous avons des doutes quant à la promesse d'une récompense supplémentaire réellement substantielle à l'investisseur actif dans les conditions actuelles. Mais l'année prochaine ou les années suivantes pourraient bien être différentes. En conséquence, nous continuerons de prêter attention aux possibilités

d'investissement entreprenant, telles qu'elles existaient dans les périodes antérieures et pourraient revenir.

L'opinion répandue depuis longtemps est que l'art d'un investissement réussi réside d'abord dans le choix des industries les plus susceptibles de croître à l'avenir, puis dans l'identification des entreprises les plus prometteuses dans ces industries. Par exemple, les investisseurs intelligents - ou leurs conseillers intelligents - auraient depuis longtemps reconnu les grandes possibilités de croissance de l'industrie informatique dans son ensemble et de International Business Machines en particulier. Et de même pour un certain nombre d'autres secteurs et sociétés en croissance. Mais ce n'est pas aussi facile qu'il y paraît toujours rétrospectivement. Pour ramener ce point à la maison dès le départ, ajoutons ici un paragraphe que nous avons inclus en premier dans l'édition 1949 de ce livre.

Un tel investisseur peut par exemple être un acheteur de titres de transport aérien car il pense que leur avenir est encore plus brillant que la tendance que le marché reflète déjà. Pour cette classe d'investisseurs, la valeur de notre livre résidera davantage dans ses mises en garde contre les pièges qui se cachent dans cette approche d'investissement préférée que dans toute technique positive qui l'aidera sur son chemin.*

Les pièges se sont révélés particulièrement dangereux dans l'industrie que nous avons mentionnée. Il était bien sûr facile de prévoir que le volume du trafic aérien augmenterait de façon spectaculaire au fil des ans. En raison de ce facteur, leurs actions sont devenues le choix préféré des fonds d'investissement. Mais malgré l'expansion des revenus - à un rythme encore plus élevé que dans l'industrie informatique - une combinaison de problèmes technologiques et de surexpansion des capacités a entraîné des profits fluctuants et même désastreux. En 1970, malgré un nouveau record de trafic, les compagnies aériennes ont subi une perte de quelque 200 millions de dollars pour leurs actionnaires. (Ils avaient également subi des pertes en 1945 et 1961.) Les stocks de ces sociétés ont de nouveau enregistré une baisse plus importante en 1969-1970 que le marché général. Le dossier montre que même les experts à temps plein hautement rémunérés des fonds communs de placement se sont complètement trompés sur l'avenir à court terme d'une industrie majeure et non ésotérique.

En revanche, si les fonds d'investissement ont réalisé des investissements et des gains substantiels dans IBM, la combinaison de son prix apparemment élevé et de l'impossibilité d'être *certain* de son taux de

croissance les a empêchés d'avoir plus de, disons, 3% de leurs fonds dans ce merveilleux interprète. L'effet de cet excellent choix sur leurs résultats globaux n'a donc pas été déterminant. En outre, bon nombre - sinon la plupart - de leurs investissements dans des sociétés de l'industrie informatique autres qu'IBM ne semblent pas avoir été rentables. De ces deux grands exemples, nous tirons deux mœurs pour nos lecteurs:

1. Les perspectives évidentes de croissance physique d'une entreprise ne se traduisent pas par des bénéfices évidents pour les investisseurs.

2. Les experts ne disposent pas de moyens fiables pour sélectionner et se concentrer sur les entreprises les plus prometteuses dans les secteurs les plus prometteurs.

L'auteur n'a pas suivi cette approche dans sa carrière financière en tant que gestionnaire de fonds, et il ne peut offrir ni conseil spécifique ni encouragement à ceux qui souhaiteraient l'essayer.

Que chercherons-nous donc à accomplir dans ce livre? Notre objectif principal sera de guider le lecteur contre les domaines d'erreurs substantielles possibles et de développer des politiques avec lesquelles il sera à l'aise. Nous parlerons un peu de la psychologie des investisseurs. En effet, le principal problème de l'investisseur - et même son pire ennemi - est probablement lui-même. («La faute, cher investisseur, n'est pas dans nos étoiles - et non dans nos actions - mais en nous-mêmes…».). Cela s'est avéré plus vrai au cours des dernières décennies, car il est devenu plus nécessaire pour les investisseurs conservateurs d'acquérir des actions ordinaires et ainsi s'exposer, bon gré mal gré, à l'effervescence et aux tentations de la Bourse. Par des arguments, des exemples et des exhortations, nous espérons aider nos lecteurs à établir les attitudes mentales et émotionnelles appropriées à l'égard de leurs décisions d'investissement. Nous avons vu beaucoup plus d'argent gagné et *conservé* par des «gens ordinaires» qui étaient tempérament bien adaptés au processus d'investissement que par ceux qui n'avaient pas cette qualité, même s'ils avaient une connaissance approfondie de la finance, de la comptabilité et des traditions boursières.

De plus, nous espérons implanter dans le lecteur une tendance à mesurer ou à quantifier. Pour 99 numéros sur 100, nous pourrions dire qu'à un certain prix, ils sont assez bon marché pour acheter et à un autre prix, ils seraient si chers qu'ils devraient être vendus. L'habitude de lier ce qui est payé à ce qui est offert est une caractéristique inestimable de l'investissement. Dans un article publié dans un magazine féminin il y a de nombreuses années, nous avons conseillé aux lecteurs d'acheter leurs

actions en achetant leur épicerie et non en achetant leur parfum. Les pertes vraiment terribles des dernières années (et à de nombreuses occasions similaires auparavant) ont été réalisées dans ces problèmes d'actions ordinaires où l'acheteur a oublié de demander "combien?"

En juin 1970, on pouvait répondre à la question «Combien?» Par le chiffre magique de 9,40% - le rendement pouvant être obtenu sur les nouvelles offres d'obligations d'utilité publique de premier ordre. Cela a maintenant chuté à environ 7,3%, mais même ce retour nous incite à demander: «Pourquoi donner une autre réponse?» Mais il existe d'autres réponses possibles, et celles-ci doivent être soigneusement examinées. En outre, nous répétons que nous et nos lecteurs devons être préparés à l'avance pour les conditions peut-être très différentes de, disons, 1973-1977.

Nous présenterons donc en détail un programme positif d'investissement en actions ordinaires, dont une partie est du ressort des deux catégories d'investisseurs et une partie est principalement destinée au groupe entreprenant. Curieusement, nous suggérerons comme l'une de nos principales exigences ici que nos lecteurs se limitent à des problèmes de vente non loin de leur valeur d'actif corporel.* La raison de ce conseil apparemment dépassé est à la fois pratique et psychologique. L'expérience nous a appris que, bien qu'il existe de nombreuses sociétés à forte croissance valant plusieurs fois l'actif net, l'acheteur de ces actions sera trop dépendant des aléas et des fluctuations du marché boursier. En revanche, l'investisseur en actions, par exemple, de sociétés d'utilité publique à environ leur valeur liquidative peut toujours se considérer comme le propriétaire d'un intérêt dans des entreprises saines et en expansion, acquises à un prix rationnel, indépendamment de ce que le marché boursier pourrait dire le contraire. Le résultat ultime d'une telle politique conservatrice fonctionnera probablement mieux que des aventures passionnantes dans les domaines glamour et dangereux de la croissance prévue.

L'art de l'investissement a une caractéristique qui n'est généralement pas appréciée. Un résultat crédible, s'il n'est pas spectaculaire, peut être obtenu par l'investisseur profane avec un minimum d'efforts et de capacités; mais pour améliorer cette norme facilement accessible, il faut beaucoup d'application et plus qu'une trace de sagesse. Si vous essayez simplement d'apporter *un peu* de connaissances et d'intelligence supplémentaires à votre programme d'investissement, au lieu de réaliser des résultats un peu meilleurs que la normale, vous constaterez peut-être que vous avez fait pire.

Étant donné que n'importe qui - simplement en achetant et en tenant une liste représentative - peut égaler la performance des moyennes du marché, il semblerait relativement simple de «battre les moyennes»; mais en fait, la proportion de personnes intelligentes qui essaient cela et échouent est étonnamment élevée. Même la majorité des fonds d'investissement, avec tout leur personnel expérimenté, n'ont pas aussi bien performé au fil des ans que le marché en général. Allié à ce qui précède est le dossier des prévisions boursières publiées des maisons de courtage, car il existe des preuves solides que leurs prévisions calculées ont été un peu moins fiables que le simple lancer d'une pièce.

En écrivant ce livre, nous avons essayé de garder à l'esprit cet écueil fondamental de l'investissement. Les vertus d'une politique de portefeuille simple ont été soulignées - l'achat d'obligations de qualité supérieure et une liste diversifiée des principales actions ordinaires - que tout investisseur peut réaliser avec un peu d'assistance d'experts. L'aventure au-delà de ce territoire sain et sauf a été présentée comme semée d'embûches, en particulier dans le domaine du tempérament. Avant de se lancer dans une telle entreprise, l'investisseur doit se sentir sûr de lui et de ses conseillers, en particulier pour savoir s'ils ont une idée claire des différences entre investissement et spéculation et entre prix de marché et valeur sous-jacente.

Une approche ferme de l'investissement, fermement fondée sur le principe de la marge de sécurité, peut rapporter de belles récompenses. Mais la décision d'essayer ces émoluments plutôt que les fruits assurés d'un investissement défensif ne doit pas être prise sans beaucoup d'auto-examen.

Une dernière réflexion rétrospective. Lorsque le jeune auteur entra à Wall Street en juin 1914, personne n'avait la moindre idée de ce que le prochain demi-siècle avait en réserve. (La bourse ne soupçonnait même pas qu'une guerre mondiale allait éclater dans deux mois et fermer la Bourse de New York.) Maintenant, en 1972, nous nous trouvons le pays le plus riche et le plus puissant du monde, mais assailli par toutes sortes de problèmes majeurs et plus appréhendés que confiants pour l'avenir. Pourtant, si nous limitons notre attention à l'expérience américaine en matière d'investissement, il y a un certain réconfort à tirer des 57 dernières années. Malgré toutes leurs vicissitudes et leurs pertes, aussi bouleversantes qu'imprévues, il est resté vrai que de solides principes d'investissement ont produit des résultats généralement solides. Nous devons partir du principe qu’ils continueront de le faire.

Note au lecteur: ce livre ne traite pas de la politique financière *globale* des épargnants et des investisseurs; il ne traite que de la partie de leurs fonds qu'ils sont prêts à placer en titres négociables (ou remboursables), c'est-à-dire en obligations et en actions. Par conséquent, nous ne discutons pas de médias importants tels que les dépôts d'épargne et de temps, les comptes d'association d'épargne et de crédit, l'assurance-vie, les rentes et les hypothèques immobilières ou la propriété d'actions. Le lecteur doit garder à l'esprit que lorsqu'il trouve le mot «maintenant» ou l'équivalent dans le texte, il se réfère à la fin de 1971 ou au début de 1972.

Commentaire sur l'introduction

> Si vous avez construit des châteaux en l'air, votre travail n'a pas besoin d'être perdu; c'est là qu'ils devraient être. Maintenant, mettez les fondations sous eux.
>
> —*Henry David Thoreau,* Walden

Graham annonce dès le départ que ce livre ne vous dira pas comment battre le marché. Aucun livre véridique ne le peut.

Au lieu de cela, ce livre vous apprendra trois leçons puissantes:

- comment minimiser les chances de subir des pertes irréversibles;
- comment vous pouvez maximiser les chances de réaliser des gains durables;
- comment vous pouvez contrôler le comportement d'autodestruction qui empêche la plupart des investisseurs d'atteindre leur plein potentiel.

Dans les années de boom de la fin des années 1990, lorsque les actions technologiques semblaient doubler de valeur chaque jour, l'idée que vous pourriez perdre presque tout votre argent semblait absurde. Mais, à la fin de 2002, de nombreuses actions de dot-com et de télécommunications

avaient perdu 95% de leur valeur ou plus. Une fois que vous avez perdu 95% de votre argent, vous devez gagner 1 900% *juste pour revenir à votre point de départ.* [1] Prendre un risque insensé peut vous mettre si profondément dans le trou qu'il est pratiquement impossible d'en sortir. C'est pourquoi Graham souligne constamment l'importance d'éviter les pertes - pas seulement dans les chapitres 6, 14 et 20, mais dans les fils d'avertissement qu'il a tissé tout au long de son texte.

Mais peu importe la façon dont vous êtes prudent, le prix de vos investissements *va* baisser de temps en temps. Bien que personne ne puisse éliminer ce risque, Graham vous montrera comment le gérer et comment maîtriser vos peurs.

Êtes-vous un investisseur intelligent?

Répondons maintenant à une question d'une importance vitale. Que veut dire exactement Graham par un investisseur «intelligent»? Dans la première édition de ce livre, Graham définit le terme — et il précise que ce type d'intelligence n'a rien à voir avec les scores IQ ou SAT. Cela signifie simplement être patient, discipliné et désireux d'apprendre; vous devez également être en mesure d'exploiter vos émotions et de penser par vous-même. Ce type d'intelligence, explique Graham, «est plus un trait du caractère que du cerveau».[2]

Il existe des preuves qu'un QI élevé et des études supérieures ne suffisent pas à rendre un investisseur intelligent. En 1998, Long-Term Capital Management LP, un fonds spéculatif géré par un bataillon de mathématiciens, d'informaticiens et de deux économistes lauréats du prix Nobel, a perdu plus de 2 milliards de dollars en quelques semaines sur un énorme pari que le marché obligataire revenir à la «normale». Mais le marché obligataire a continué de devenir de plus en plus anormal - et LTCM avait emprunté tellement d'argent que son effondrement a presque chaviré le système financier mondial.[3]

Et au printemps 1720, Sir Isaac Newton détenait des actions de la South Sea Company, l'action la plus chaude d'Angleterre. Sentant que le marché devenait incontrôlable, le grand physicien a murmuré qu'il "pouvait calculer les mouvements des corps célestes, mais pas la folie du peuple". Newton a largué ses actions de la mer du Sud, empochant un bénéfice de 100% totalisant 7 000 £ . Mais quelques mois plus tard, emporté par l'enthousiasme sauvage du marché, Newton est revenu à un prix beaucoup plus élevé et a perdu 20 000 £ (ou plus de 3 millions de dollars en argent

d'aujourd'hui). Pour le reste de sa vie, il a interdit à quiconque de prononcer les mots «mer du Sud» en sa présence.[4]

Sir Isaac Newton était l'une des personnes les plus intelligentes qui ait jamais vécu, car la plupart d'entre nous définiraient l'intelligence. Mais, selon Graham, Newton était loin d'être un investisseur intelligent. En laissant le rugissement de la foule l'emporter sur son propre jugement, le plus grand scientifique du monde a agi comme un idiot.

Bref, si vous n'avez pas réussi à investir jusqu'à présent, ce n'est pas parce que vous êtes stupide. C'est parce que, comme Sir Isaac Newton, vous n'avez pas développé la discipline émotionnelle que requiert un investissement réussi. Dans le chapitre 8, Graham décrit comment améliorer votre intelligence en exploitant vos émotions et en refusant de vous abaisser au niveau d'irrationalité du marché. Là, vous pouvez maîtriser sa leçon selon laquelle être un investisseur intelligent est plus une question de «caractère» que de «cerveau».

Une chronique de calamité

Prenons maintenant un moment pour examiner certains des principaux développements financiers des dernières années:

1. Le pire krach boursier depuis la Grande Dépression, les actions américaines ayant perdu 50,2% de leur valeur - soit *7,4 billions de dollars* - entre mars 2000 et octobre 2002.

2. Des baisses beaucoup plus profondes des cours des actions des sociétés les plus en vogue des années 1990, notamment AOL, Cisco, JDS Uniphase, Lucent et Qualcomm, ainsi que la destruction totale de centaines de titres Internet.

3. Accusations de fraude financière massive dans certaines des sociétés les plus importantes et les plus respectées d'Amérique, notamment Enron, Tyco et Xerox.

4. Les faillites d'entreprises qui brillaient autrefois comme Conseco, Global Crossing et WorldCom.

5. Allégations selon lesquelles des cabinets comptables auraient préparé les livres et même détruit des documents pour aider leurs clients à tromper le public investisseur.

6. Des accusations portées à l'encontre de dirigeants de sociétés de premier plan ont détourné des centaines de millions de dollars pour leur profit personnel.

7. Preuve que les analystes de la sécurité de Wall Street ont fait l'éloge des stocks en public mais ont admis en privé qu'ils étaient des ordures.

8. Un marché boursier qui, même après sa baisse sanglante, semble surévalué par des mesures historiques, suggérant à de nombreux experts que les stocks doivent encore baisser.

9. Une baisse incessante des taux d'intérêt qui n'a laissé aux investisseurs aucune alternative attrayante aux actions.

10. Un environnement d'investissement hérissé de la menace imprévisible du terrorisme mondial et de la guerre au Moyen-Orient.

Une grande partie de ces dommages auraient pu être (et ont été!) Évités par des investisseurs qui ont appris et respecté les principes de Graham. Comme le dit Graham, «même si l'enthousiasme peut être nécessaire pour de grandes réalisations ailleurs, à Wall Street, cela mène presque invariablement au désastre.» En se laissant emporter - sur les actions Internet, sur les grandes actions de «croissance», sur les actions dans leur ensemble - de nombreuses personnes ont commis les mêmes erreurs stupides que Sir Isaac Newton. Ils laissent les jugements des autres investisseurs déterminer les leurs. Ils ont ignoré l'avertissement de Graham selon lequel «les pertes vraiment terribles» se produisent toujours après «l'acheteur a oublié de demander« combien? ». Le plus douloureusement, en perdant leur maîtrise de soi au moment où il en avait le plus besoin, ces personnes ont prouvé l'affirmation de Graham. que «le principal problème de l'investisseur - et même son pire ennemi - est probablement lui-même.»

La chose sûre qui n'était pas

Beaucoup de ces personnes se sont particulièrement laissées emporter par la technologie et les stocks Internet, croyant au battage médiatique de haute technologie que cette industrie continuerait de se dépasser les années à venir, sinon pour toujours:

- Au milieu de 1999, après avoir réalisé un rendement de 117,3% au cours des cinq premiers mois de l'année, le gestionnaire de portefeuille du Monument Internet Fund, Alexander Cheung, a

prédit que son fonds gagnerait 50% par an au cours des trois à cinq prochaines années et une moyenne annuelle de 35% «au cours des 20 prochaines années».[5]

- Après que son fonds technologique Amerindo a augmenté de 248,9% en 1999, le gestionnaire de portefeuille Alberto Vilar a ridiculisé quiconque osait douter que l'Internet était une machine à gagner de l'argent perpétuelle: «Si vous êtes hors de ce secteur, vous allez sous-performer. Vous êtes dans un cheval et un buggy, et je suis dans une Porsche. Vous n'aimez pas les opportunités de croissance décuplées? Ensuite, allez avec quelqu'un d'autre. "[6]

- En février 2000, le gestionnaire de fonds spéculatifs James J. Cramer a proclamé que les sociétés liées à Internet «sont les seules qui valent la peine d'être détenues en ce moment». Ces «gagnants du nouveau monde», comme il les appelait, «sont les seuls qui sont va toujours plus haut dans les bons et les mauvais jours. "Cramer a même pris un coup de pot à Graham:" Vous devez jeter toutes les matrices et formules et textes qui existaient avant le Web…. Si nous utilisions tout ce que Graham et Dodd nous enseignent, nous n'aurions pas un sou sous gestion. »[sept]

Tous ces soi-disant experts ont ignoré les avertissements sobres de Graham: «Les perspectives évidentes de croissance physique dans une entreprise ne se traduisent pas par des bénéfices évidents pour les investisseurs.» Bien qu'il semble facile de prévoir quelle industrie connaîtra la croissance la plus rapide, cette prévision n'a pas de réel valeur si la plupart des autres investisseurs attendent déjà la même chose. Au moment où tout le monde décide qu'une industrie donnée est «évidemment» la meilleure dans laquelle investir, les prix de ses actions ont été si élevés que ses rendements futurs n'ont nulle part où aller mais baisser.

Pour l'instant au moins, personne n'a le culot d'essayer de prétendre que la technologie sera toujours la plus grande industrie de croissance au monde. Mais n'oubliez pas ceci: les gens qui prétendent maintenant que la prochaine «chose sûre» sera les soins de santé, l'énergie, l'immobilier ou l'or, ne sont pas plus susceptibles d'avoir raison au final que les hypesters de la haute technologie. s'est avéré être.

La doublure argentée

Si aucun prix ne semblait trop élevé pour les actions dans les années 90, en 2003, nous avons atteint le point où aucun prix ne semble suffisamment bas. Le balancier a basculé, comme Graham le savait toujours, de

l'exubérance irrationnelle au pessimisme injustifiable. En 2002, les investisseurs ont retiré 27 milliards de dollars des fonds communs de placement, et une enquête menée par la Securities Industry Association a révélé qu'un investisseur sur 10 avait réduit ses actions d'au moins 25%. Les mêmes personnes qui étaient désireuses d'acheter des actions à la fin des années 90 - alors qu'elles montaient en prix et devenaient donc chères - ont vendu des actions à mesure qu'elles baissaient et, par définition, devenaient moins chères.

Comme Graham le montre si brillamment au chapitre 8, c'est exactement à l'envers. L'investisseur intelligent se rend compte que les actions deviennent plus risquées, pas moins, à mesure que leurs prix augmentent - et moins risquées, pas plus, à mesure que leurs prix baissent. L'investisseur intelligent redoute un marché haussier, car il rend les actions plus coûteuses à l'achat. Et inversement (tant que vous gardez suffisamment de liquidités pour répondre à vos besoins de dépenses), vous devriez accueillir un marché baissier, car il remet les actions en vente.[8]

Alors prenez courage: la mort du marché haussier n'est pas la mauvaise nouvelle que tout le monde croit. Grâce à la baisse des cours des actions, le moment est bien plus sûr et plus sain pour créer de la richesse. Continuez à lire et laissez Graham vous montrer comment.

Chapitre 1
Investissement versus spéculation: des résultats attendus par l'investisseur intelligent

Ce chapitre décrira les points de vue qui seront exposés dans le reste du livre. En particulier, nous souhaitons développer dès le départ notre concept de politique de portefeuille appropriée pour l'investisseur individuel non professionnel.

Investissement contre spéculation

Qu'entendons-nous par «investisseur»? «Spéculateur » Tout au long de ce livre , le terme sera utilisé contrairement à aussi loin que 1934, dans notre manuel *analyse de la sécurité,* [1] nous avons essayé une formulation

précise de la différence entre les deux, comme suit: « Une opération d'investissement est celui qui , après une analyse approfondie promet la sécurité du principal et un retour adéquat. Les opérations ne répondant pas à ces exigences sont spéculatives. »

Si nous nous sommes attachés avec ténacité à cette définition au cours des 38 années qui ont suivi, il convient de noter les changements radicaux intervenus dans l'utilisation du terme «investisseur» au cours de cette période. Après le grand déclin du marché de 1929–1932, *toutes* les actions ordinaires ont été largement considérées comme spéculatives par nature. (Une autorité de premier plan a déclaré catégoriquement que seules les obligations pouvaient être achetées pour l'investissement. [2]) Nous avons donc dû défendre notre définition contre l'accusation selon laquelle elle donnait une portée trop large au concept d'investissement.

Maintenant, notre préoccupation est de nature opposée. Nous devons empêcher nos lecteurs d'accepter le jargon commun qui applique le terme «investisseur» à tout le monde et à tout le monde en bourse. Dans notre dernière édition, nous avons cité le titre suivant d'un article de première page de notre principale revue financière en juin 1962:

LES PETITS INVESTISSEURS PORTENT, ILS VENDENT DES LOTS IMPRESSIONS COURTS

En octobre 1970, le même journal avait un éditorial critique de ce qu'il appelait des «investisseurs téméraires», qui se précipitaient cette fois du côté des acheteurs.

Ces citations illustrent bien la confusion qui règne depuis de nombreuses années dans l'utilisation des mots investissement et spéculation. Pensez à notre définition de l'investissement proposée ci-dessus, et comparez-la avec la vente de quelques actions par un membre du public inexpérimenté, qui ne possède même pas ce qu'il vend, et a une certaine conviction émotionnelle qu'il sera en mesure de les racheter à un prix beaucoup plus bas. (Il n'est pas inutile de souligner que lorsque l'article de 1962 est apparu, le marché avait déjà connu une baisse de taille importante et se préparait maintenant à une reprise encore plus importante. Il était à peu près aussi pauvre que possible pour vendre à découvert.) Dans un sens plus général, l'expression plus tard utilisée «investisseurs téméraires» pourrait être considérée comme une contradiction risible en termes - quelque chose comme «dépensiers

dépensiers» - si cette mauvaise utilisation du langage n'était pas si malveillante.

Le journal a employé le mot «investisseur» dans ces cas parce que, dans le langage facile de Wall Street, toute personne qui achète ou vend un titre est devenue un investisseur, peu importe ce qu'il achète, ou dans quel but, ou à quel prix, ou que ce soit en espèces ou sur marge. Comparez cela avec l'attitude du public à l'égard des actions ordinaires en 1948, lorsque plus de 90% des personnes interrogées se sont prononcées par opposition à l'achat d'actions ordinaires. [3] Environ la moitié ont donné comme raison «pas sûr, un pari» et environ la moitié, la raison «pas familier».[*] Il est en effet ironique (mais pas surprenant) que les achats d'actions ordinaires de toutes sortes étaient généralement considérés comme hautement spéculatifs ou risqués à un moment où ils se vendaient de la manière la plus attrayante, et qui devraient bientôt commencer leur plus grande avancée dans l'histoire ; à l'inverse, le fait même d'avoir atteint des niveaux sans aucun doute dangereux, à en juger par l' *expérience passée, les a* ensuite transformés en «investissements» et l'ensemble du public acheteur d'actions en «investisseurs».

La distinction entre l'investissement et la spéculation sur les actions ordinaires a toujours été utile et sa disparition est préoccupante. Nous avons souvent dit que Wall Street en tant qu'institution serait bien avisée de rétablir cette distinction et de la souligner dans toutes ses relations avec le public. Sinon, les bourses pourraient un jour être accusées de lourdes pertes spéculatives, contre lesquelles ceux qui les ont subies n'avaient pas été correctement avertis. Ironiquement, une fois de plus, une grande partie de l'embarras financier récent de certaines sociétés de bourse semble provenir de l'inclusion d'actions ordinaires spéculatives dans leurs propres fonds propres. Nous espérons que le lecteur de ce livre aura une idée assez claire des risques inhérents aux engagements en actions ordinaires - risques indissociables des opportunités de profit qu'ils offrent et qui doivent tous deux être pris en compte par l'investisseur. calculs.

Ce que nous venons de dire indique qu'il ne peut plus exister de politique d'investissement purement Simon comprenant des actions ordinaires représentatives - en ce sens que l'on peut toujours attendre de les acheter à un prix qui ne comporte aucun risque de marché ou « «perte de citation» suffisamment importante pour être inquiétante. Dans la plupart des périodes, l'investisseur doit reconnaître l'existence d'un *facteur spéculatif* dans ses actions ordinaires. Il lui incombe de maintenir cette composante dans des limites mineures et de se préparer financièrement et

psychologiquement à des résultats défavorables qui peuvent être de courte ou de longue durée.

Deux paragraphes devraient être ajoutés sur la spéculation boursière en soi, par opposition à la composante spéculative désormais inhérente à la plupart des actions ordinaires représentatives. La spéculation pure et simple n'est ni illégale, ni immorale, ni (pour la plupart des gens) grossissante dans le portefeuille. Plus que cela, certaines spéculations sont nécessaires et inévitables, car dans de nombreuses situations d'actions ordinaires, il existe des possibilités substantielles de profit et de perte, et les risques doivent être assumés par quelqu'un.* Il y a une spéculation intelligente comme il y a un investissement intelligent. Mais il existe de nombreuses façons dont la spéculation peut être inintelligente. Parmi ceux-ci, les principaux sont: (1) spéculer quand vous pensez que vous investissez; (2) spéculer sérieusement au lieu d'être un passe-temps, lorsque vous manquez de connaissances et de compétences appropriées; et (3) risquer plus d'argent dans la spéculation que ce que vous pouvez vous permettre de perdre.

De notre point de vue conservateur, chaque non-professionnel qui opère *sur marge* ‡ devrait reconnaître qu'il spécule *ipso facto* , et c'est le devoir de son courtier de le conseiller. Et quiconque achète une émission d'actions ordinaires dite «chaude», ou effectue un achat de quelque manière que ce soit, spécule ou joue. La spéculation est toujours fascinante, et elle peut être très amusante pendant que vous êtes en avance sur le match. Si vous voulez tenter votre chance, mettez de côté une partie - la plus petite sera la meilleure - de votre capital dans un fonds distinct à cet effet. Ne jamais ajouter plus d' argent à ce compte simplement parce que le marché a augmenté et les profits sont rouler dans. (C'est le temps de penser à prendre de l' argent *hors* de votre fonds spéculatifs.) Ne jamais se mêler vos opérations spéculatives et d' investissement dans le même compte, ni dans n'importe quelle partie de votre pensée.

Des résultats attendus par l'investisseur défensif

Nous avons déjà défini l'investisseur défensif comme celui qui s'intéresse principalement à la sécurité et à l'absence de soucis. En général, quelle voie doit-il suivre et à quel retour peut-il s’attendre dans des «conditions normales moyennes» - si de telles conditions existent réellement? Pour répondre à ces questions, nous examinerons d'abord ce que nous avons écrit sur le sujet il y a sept ans, ensuite quels changements importants se sont produits depuis lors dans les facteurs sous-jacents

régissant le rendement attendu de l'investisseur, et enfin ce qu'il doit faire et ce à quoi il devrait s'attendre dans le présent- jour (début 1972).

1. Ce que nous avons dit il y a six ans

Nous avons recommandé à l'investisseur de répartir ses avoirs entre les obligations de haute qualité et les principales actions ordinaires; que la proportion détenue en obligations ne soit jamais inférieure à 25% ou supérieure à 75%, l'inverse étant nécessairement vrai pour la composante actions ordinaires; que son choix le plus simple serait de maintenir une proportion de 50 à 50 entre les deux, avec des ajustements pour rétablir l'égalité lorsque les évolutions du marché l'ont perturbée jusqu'à, disons, 5%. Comme politique alternative, il pourrait choisir de réduire sa composante actions ordinaires à 25% "s'il pensait que le marché était dangereusement élevé", et inversement de l'avancer vers le maximum de 75% "s'il pensait qu'une baisse des cours des actions était ce qui les rend de plus en plus attractifs. "

En 1965, l'investisseur pouvait obtenir environ 4½% sur les obligations imposables de qualité supérieure et 3¼% sur les bonnes obligations non imposables. Le rendement du dividende sur les principales actions ordinaires (avec le DJIA à 892) n'était que d'environ 3,2%. Ce fait, et d'autres, suggèrent la prudence. Nous avons laissé entendre que «à des niveaux normaux du marché», l'investisseur devrait être en mesure d'obtenir un rendement de dividende initial compris entre 3½% et 4½% sur ses achats d'actions, auquel il faudrait ajouter une augmentation régulière de la valeur sous-jacente (et dans le « prix de marché normal ») d'une liste d'actions représentative du même montant, donnant un rendement des dividendes et une appréciation combinés d'environ 7½% par an. La division à moitié entre obligations et actions rapporterait environ 6% avant impôt sur le revenu. Nous avons ajouté que la composante stock devrait être suffisamment protégée contre une perte de pouvoir d'achat causée par une inflation à grande échelle.

Il convient de noter que l'arithmétique ci-dessus indiquait une anticipation d'un taux de progression du marché boursier beaucoup plus faible que celui qui avait été réalisé entre 1949 et 1964. Ce taux avait été en moyenne bien supérieur à 10% pour les actions cotées dans leur ensemble, et il est généralement considéré comme une sorte de garantie que des résultats tout aussi satisfaisants pourront être comptés à l'avenir. Peu de gens étaient prêts à envisager sérieusement la possibilité que le taux élevé de progression dans le passé signifie que les cours des actions sont «maintenant trop élevés», et donc que «les merveilleux résultats depuis

1949 n'impliqueraient pas de très bons mais de *mauvais* résultats pour l'avenir. " [4]

2. Ce qui s'est passé depuis 1964

Le changement majeur depuis 1964 a été l'augmentation des taux d'intérêt des obligations de première qualité à des niveaux record, bien qu'il y ait eu depuis une reprise considérable par rapport aux prix les plus bas de 1970. Le rendement pouvant être obtenu sur les bonnes émissions de sociétés est maintenant d'environ 7½% et encore plus contre 4½% en 1964. Entre-temps, le rendement du dividende sur les actions de type DJIA a également connu une légère progression pendant la baisse du marché de 1969–70, mais comme nous écrivons (avec «le Dow» à 900), il est inférieur à 3,5% contre 3,2% à la fin de 1964. La variation des taux d'intérêt en vigueur a entraîné une baisse maximale d'environ 38% du prix de marché des obligations à moyen terme (disons 20 ans) au cours de cette période.

Il y a un aspect paradoxal à ces développements. En 1964, nous avons longuement discuté de la possibilité que le prix des actions soit trop élevé et, à terme, soumis à une grave baisse; mais nous n'avons pas spécifiquement envisagé la possibilité que la même chose se produise avec le prix des obligations de qualité supérieure. (Personne d'autre que nous ne connaissions non plus.) Nous avons averti (à la p. 90) qu '"une obligation à long terme peut varier considérablement en prix en réponse aux variations des taux d'intérêt". À la lumière de ce qui s'est produit depuis, nous pense que cet avertissement - avec les exemples qui l'accompagnent - n'a pas été suffisamment souligné. Car le fait est que si l'investisseur avait une somme donnée dans le DJIA à son cours de clôture de 874 en 1964, il aurait réalisé un petit bénéfice à la fin de 1971; même au niveau le plus bas (631) en 1970, sa perte indiquée aurait été inférieure à celle indiquée sur de bonnes obligations à long terme. En revanche, s'il avait limité ses investissements de type obligataire aux obligations d'épargne américaines, aux émissions de sociétés à court terme ou aux comptes d'épargne, il n'aurait eu aucune perte de valeur marchande de son capital au cours de cette période et il aurait bénéficié d'une un revenu plus élevé que celui offert par de bonnes actions. Il s'est donc avéré que les vrais «équivalents de trésorerie» se sont avérés être de meilleurs investissements en 1964 que les actions ordinaires - malgré l'expérience d'inflation qui aurait dû en théorie favoriser les actions par rapport aux espèces. La baisse de la valeur principale cotée des bonnes obligations à plus long terme est due à l'évolution du marché monétaire, un domaine abstrus qui n'a généralement pas d'incidence importante sur la politique d'investissement des particuliers.

Ce n'est là qu'un autre d'une série interminable d'expériences au fil du temps qui ont démontré que l'avenir des prix des titres n'est jamais prévisible.* Les obligations ont presque toujours fluctué beaucoup moins que le cours des actions, et les investisseurs peuvent généralement acheter de bonnes obligations de toute maturité sans avoir à se soucier des variations de leur valeur de marché. Il y avait quelques exceptions à cette règle, et la période après 1964 s'est avérée être l'une d'entre elles. Nous en dirons plus sur l'évolution des prix des obligations dans un chapitre ultérieur.

3. Attentes et politique à la fin de 1971 et au début de 1972

Vers la fin de 1971, il était possible d'obtenir 8% d'intérêt imposable sur les bonnes obligations de sociétés à moyen terme et 5,7% en franchise d'impôt sur les bons titres d'État ou municipaux. Dans le domaine à plus court terme, l'investisseur pourrait réaliser environ 6% sur les émissions du gouvernement américain dues en cinq ans. Dans ce dernier cas, l'acheteur n'a pas à se soucier d'une éventuelle perte de valeur marchande, car il est sûr d'un remboursement complet, y compris le taux d'intérêt de 6%, à la fin d'une période de détention relativement courte. Le DJIA à son niveau de prix récurrent de 900 en 1971 ne rapporte que 3,5%.

Supposons que maintenant, comme par le passé, la décision politique de base à prendre est de savoir comment répartir le fonds entre les obligations de qualité supérieure (ou autres soi-disant «équivalents de trésorerie») et les principales actions de type DJIA. Quelle direction l'investisseur devrait-il suivre dans les conditions actuelles, si nous n'avons aucune raison solide de prédire un mouvement à la hausse ou à la baisse significatif dans le futur? Précisons tout d'abord que s'il n'y a pas de changement défavorable grave, l'investisseur défensif devrait pouvoir compter sur le rendement actuel du dividende de 3,5% sur ses actions ainsi que sur une appréciation annuelle *moyenne* d'environ 4%. Comme nous l'expliquerons plus loin, cette appréciation repose essentiellement sur le réinvestissement par les différentes sociétés d'un montant correspondant annuellement sur les bénéfices non distribués. Sur une base avant impôt, le rendement combiné de ses actions serait alors en moyenne de 7,5%, soit un peu moins que son intérêt pour les obligations de qualité supérieure.* Sur une base après impôt, le rendement moyen des actions s'élèverait à environ 5,3%. [5] Ce serait à peu près le même que celui que l'on peut désormais obtenir avec de bonnes obligations à moyen terme exemptes d'impôt.

Ces attentes sont beaucoup moins favorables aux actions contre obligations qu'elles ne l'étaient dans notre analyse de 1964. (Cette conclusion découle inévitablement du fait fondamental que les rendements

obligataires ont augmenté beaucoup plus que les rendements boursiers depuis 1964.) Nous ne devons jamais perdre de vue le fait que les intérêts et les paiements de principal sur les bonnes obligations sont beaucoup mieux protégés et donc plus sûrs que les dividendes et l'appréciation des cours sur les actions. Par conséquent, nous sommes obligés de conclure que, vers la fin de 1971, l'investissement obligataire apparaît clairement préférable à l'investissement en actions. Si nous pouvions être sûrs que cette conclusion est juste, nous devrions conseiller à l'investisseur défensif de placer *tout* son argent dans des obligations et *aucun* dans des actions ordinaires jusqu'à ce que la relation de rendement actuelle change considérablement en faveur des actions.

Mais bien sûr, nous ne pouvons pas être certains que les obligations fonctionneront mieux que les actions aux niveaux actuels. Le lecteur considérera immédiatement le facteur d'inflation comme une puissante raison de l'autre côté. Dans le chapitre suivant, nous soutiendrons que notre expérience considérable de l'inflation aux États-Unis au cours de ce siècle ne soutiendrait pas le choix des actions par rapport aux obligations à l'heure actuelle des écarts de rendement. Mais il y a toujours la possibilité - bien que nous la considérions éloignée - d'une accélération de l'inflation qui, d'une manière ou d'une autre, devrait faire en sorte que les actions soient préférables aux obligations payables en un montant fixe de dollars.* Il existe une possibilité alternative - que nous considérons également très improbable - que l'activité américaine devienne si rentable, sans augmentation de l'inflation, qu'elle justifie une forte augmentation de la valeur des actions ordinaires au cours des prochaines années. Enfin, il existe une possibilité plus familière que nous assistions à une nouvelle grande hausse spéculative du marché boursier sans véritable justification des valeurs sous-jacentes. L'une de ces raisons, et peut-être d'autres auxquelles nous n'avons pas pensé, *pourrait* faire regretter à l'investisseur une concentration de 100% sur les obligations, même à des niveaux de rendement plus favorables.

Par conséquent, après cette discussion abrégée des principales considérations, nous énonçons une fois de plus la même politique de compromis de base pour les investisseurs défensifs, à savoir qu'ils détiennent à tout moment une part importante de leurs fonds dans des titres de type obligataire et une part significative également dans des actions. Il est toujours vrai qu'ils peuvent choisir entre le maintien d'une simple division 50–50 entre les deux composantes ou un rapport, selon leur jugement, variant entre un minimum de 25% et un maximum de 75% de l'un ou l'autre. Nous donnerons notre vue plus détaillée de ces politiques alternatives dans un chapitre ultérieur.

Étant donné qu'actuellement, le rendement global envisagé des actions ordinaires est presque le même que celui des obligations, le rendement actuellement attendu (y compris la croissance de la valeur des actions) pour l'investisseur changerait peu, quelle que soit la façon dont il répartit son fonds entre les deux composantes. Comme calculé ci-dessus, le rendement global des deux parties devrait être d'environ 7,8% avant impôts ou de 5,5% en franchise d'impôt (ou impôt estimé). Le rendement de cet ordre est sensiblement supérieur à celui réalisé par l'investisseur conservateur type pendant la majeure partie du passé à long terme. Cela peut ne pas sembler attrayant par rapport au rendement de 14%, ou plus, affiché par les actions ordinaires au cours des 20 années du marché principalement haussier après 1949. Mais il faut se rappeler qu'entre 1949 et 1969, le prix du DJIA avait progressé davantage. quintuplé alors que ses bénéfices et dividendes avaient doublé. Par conséquent, la plus grande partie du bilan impressionnant du marché pour cette période était fondée sur un changement d'attitude des investisseurs et des spéculateurs plutôt que sur les valeurs sous-jacentes des entreprises. Dans cette mesure, cela pourrait bien être appelé une «opération d'amorçage».

En discutant du portefeuille d'actions ordinaires de l'investisseur défensif, nous n'avons parlé que des principaux problèmes du type inclus dans les 30 composantes du Dow Jones Industrial Average. Nous l'avons fait pour des raisons de commodité et non pour laisser entendre que ces 30 numéros seuls peuvent être achetés par lui. En fait, il existe de nombreuses autres sociétés de qualité égale ou supérieure à la moyenne de la liste Dow Jones; ceux-ci comprendraient une multitude de services publics (qui ont une moyenne Dow Jones distincte pour les représenter).* Mais le point principal ici est que les résultats globaux de l'investisseur défensif ne sont pas susceptibles d'être sensiblement différents d'une liste diversifiée ou représentative d'une autre, ou - plus précisément - que ni lui ni ses conseillers ne pourraient prédire avec certitude quelles différences finiraient par se développer. . Il est vrai que l'art de l'investissement habile ou astucieux est censé résider notamment dans la sélection des émissions qui donneront de meilleurs résultats que le marché général. Pour des raisons à développer ailleurs, nous sommes sceptiques quant à la capacité des investisseurs défensifs à obtenir en général des résultats supérieurs à la moyenne, ce qui signifierait en fait battre leur propre performance globale.* (Notre scepticisme s'étend à la gestion de gros fonds par des experts.)

Illustrons notre propos par un exemple qui peut à première vue sembler prouver le contraire. Entre décembre 1960 et décembre 1970, le DJIA est passé de 616 à 839, soit 36%. Mais au cours de la même période,

l'indice pondéré de 500 actions Standard & Poor's, beaucoup plus élevé, est passé de 58,11 à 92,15, soit 58%. De toute évidence, le deuxième groupe s'était avéré un meilleur «achat» que le premier. Mais qui aurait été si téméraire de prédire en 1960 que ce qui semblait être un assortiment diversifié de toutes sortes d'actions ordinaires surpasserait certainement les «trente tyrans» aristocratiques du Dow Jones? Tout cela prouve, insistons-nous, que l'on ne peut que rarement faire des prédictions fiables sur les variations de prix, absolues ou relatives.

Nous répéterons ici sans excuses - car l'avertissement ne peut pas être donné trop souvent - que l'investisseur ne peut pas espérer de meilleurs résultats que la moyenne en achetant de nouvelles offres, ou des émissions «chaudes» de toute sorte, c'est-à-dire celles recommandées pour un profit rapide.‡ Le contraire est presque certain à long terme. L'investisseur défensif doit se limiter aux actions de sociétés importantes avec un long historique d'opérations rentables et en bonne santé financière. (Tout analyste en sécurité digne de ce nom pourrait constituer une telle liste.) Les investisseurs agressifs peuvent acheter d'autres types d'actions ordinaires, mais ils devraient être sur une base définitivement attrayante, telle qu'établie par une analyse intelligente.

Pour conclure cette section, mentionnons brièvement trois concepts ou pratiques supplémentaires pour l'investisseur défensif. Le premier est l'achat d'actions de fonds d'investissement bien établis comme alternative à la création de son propre portefeuille d'actions ordinaires. Il pourrait également utiliser l'un des «fonds communs de placement» ou «fonds communs», gérés par des sociétés de fiducie et des banques dans de nombreux États; ou, si ses fonds sont importants, faire appel aux services d'un cabinet de conseil en investissement reconnu. Cela lui donnera une administration professionnelle de son programme d'investissement selon des critères standard. Le troisième est le dispositif de la «moyenne des coûts en dollars», ce qui signifie simplement que le praticien investit dans des actions ordinaires le même nombre de dollars chaque mois ou chaque trimestre. De cette façon, il achète plus d'actions lorsque le marché est bas que lorsqu'il est élevé, et il devrait se retrouver avec un prix global satisfaisant pour toutes ses participations. À strictement parler, cette méthode est une application d'une approche plus large connue sous le nom de «formule d'investissement». Cette dernière a déjà été évoquée dans notre suggestion selon laquelle l'investisseur peut faire varier ses avoirs en actions ordinaires entre le minimum de 25% et le maximum de 75%, en relation inverse à l'action du marché. Ces idées ont du mérite pour l'investisseur défensif, et elles seront discutées plus amplement dans les chapitres suivants.*

Des résultats attendus par l'investisseur agressif

Notre acheteur de sécurité entreprenant, bien sûr, désire et s'attend à obtenir de meilleurs résultats globaux que son compagnon défensif ou passif. Mais il doit d'abord s'assurer que ses résultats ne seront pas pires. Ce n'est pas un truc difficile d'apporter beaucoup d'énergie, d'étude et de capacité native à Wall Street et de se retrouver avec des pertes plutôt que des profits. Ces vertus, si elles sont canalisées dans les mauvaises directions, deviennent indiscernables des handicaps. Il est donc primordial que l'investisseur entreprenant commence par une conception claire des plans d'action qui offrent des chances raisonnables de succès et lesquels ne le sont pas.

Examinons d'abord plusieurs façons dont les investisseurs et les spéculateurs se sont généralement efforcés d'obtenir des résultats supérieurs à la moyenne. Ceux-ci inclus:

1. T RADING SUR LE MARCHÉ. Cela signifie généralement acheter des actions lorsque le marché a progressé et les vendre après qu'il a baissé. Les titres sélectionnés sont susceptibles de faire partie de ceux qui «se comportent» mieux que la moyenne du marché. Un petit nombre de professionnels pratiquent fréquemment la vente à découvert. Ici, ils vendront des émissions dont ils ne sont pas propriétaires mais empruntent par le biais du mécanisme établi des bourses. Leur objectif est de bénéficier d'une baisse ultérieure du prix de ces émissions, en les rachetant à un prix inférieur à leur prix de vente. (Comme l'indique notre citation du *Wall Street Journal* à la p. 19, même les «petits investisseurs» - perdent le terme! - essaient parfois leur main non qualifiée pour la vente à découvert.)

2. SÉLECTIVITÉ À COURT TERME. Cela signifie acheter des actions de sociétés qui déclarent ou devraient déclarer une augmentation de leurs bénéfices, ou pour lesquelles une autre évolution favorable est attendue.

3. SÉLECTIVITÉ À LONG TERME . Ici, l'accent est généralement mis sur un excellent bilan de la croissance passée, qui devrait se poursuivre à l'avenir. Dans certains cas, l '«investisseur» peut également choisir des sociétés qui n'ont pas encore montré de résultats impressionnants, mais qui devraient établir ultérieurement un pouvoir de gain élevé. (Ces entreprises

appartiennent fréquemment à certains domaines technologiques - par exemple, les ordinateurs, les médicaments, l'électronique - et développent souvent de nouveaux processus ou produits qui sont jugés particulièrement prometteurs.)

Nous avons déjà exprimé un avis négatif sur les chances globales de réussite de l'investisseur dans ces domaines d'activité. Le premier que nous avons exclu, pour des raisons à la fois théoriques et réalistes, du domaine de l'investissement. La négociation d'actions n'est pas une opération «qui, après une analyse approfondie, offre la sécurité du capital et un rendement satisfaisant». On en dira plus sur la négociation d'actions dans un chapitre ultérieur.*

Dans son effort pour sélectionner les actions les plus prometteuses à court terme ou à long terme, l'investisseur se heurte à deux types d'obstacles - le premier résultant de la faillibilité humaine et le second de la nature de sa concurrence. Il peut se tromper dans son estimation de l'avenir; ou même s'il a raison, le prix actuel du marché peut déjà refléter pleinement ce qu'il anticipe. Dans le domaine de la sélectivité à court terme, les résultats de la société pour l'année en cours sont généralement des biens communs à Wall Street; les résultats de l'année prochaine, dans la mesure où ils sont prévisibles, sont déjà soigneusement examinés. Par conséquent, l'investisseur qui sélectionne les problèmes principalement sur la base des résultats supérieurs de cette année, ou sur ce qu'on lui dit qu'il peut attendre pour l'année prochaine, est susceptible de constater que d'autres ont fait la même chose pour la même raison.

En choisissant des actions pour leurs perspectives à *long terme* , les handicaps de l'investisseur sont fondamentalement les mêmes. La possibilité d'une erreur pure et simple dans la prévision - que nous avons illustrée par l'exemple de nos compagnies aériennes à la p. 6 — est sans aucun doute plus important que lorsqu'il s'agit de gains à court terme. Parce que les experts s'égarent fréquemment dans de telles prévisions, il est théoriquement possible pour un investisseur de bénéficier grandement de faire des prévisions correctes lorsque Wall Street dans son ensemble fait des prévisions incorrectes. Mais ce n'est que théorique. Combien d'investisseurs entreprenants pourraient compter sur le don perspicace ou prophétique pour battre les analystes professionnels à leur jeu préféré d'estimation des bénéfices futurs à long terme?

Nous sommes donc conduits à la conclusion logique, quoique déconcertante, suivante: pour bénéficier d'une chance raisonnable de

résultats supérieurs à la moyenne, l'investisseur doit suivre des politiques (1) intrinsèquement saines et prometteuses et (2) peu populaires à Wall Street.

Existe-t-il de telles politiques pour l'investisseur entreprenant? En théorie encore une fois, la réponse devrait être oui; et il existe de nombreuses raisons de penser que la réponse devrait également être affirmative dans la pratique. Tout le monde sait que les mouvements spéculatifs de stocks sont poussés trop loin dans les deux sens, fréquemment sur le marché général et à tout moment dans au moins certaines des émissions individuelles. De plus, une action ordinaire peut être sous-évaluée en raison d'un manque d'intérêt ou d'un préjudice populaire injustifié. Nous pouvons aller plus loin et affirmer que dans une proportion étonnamment élevée du commerce des actions ordinaires, ceux qui y participent ne semblent pas connaître - en termes polis - une partie de leur anatomie d'une autre. Dans ce livre, nous signalerons de nombreux exemples de divergences (passées) entre prix et valeur. Ainsi, il semble que toute personne intelligente, avec une bonne tête pour les chiffres, devrait avoir un véritable pique-nique à Wall Street, lattant la folie des autres. Il semble donc, mais d'une manière ou d'une autre, cela ne fonctionne pas simplement. Acheter une émission à but lucratif négligée et donc sous-évaluée s'avère généralement une expérience longue et éprouvante. Et vendre à découvert une question trop populaire et donc surévaluée est susceptible d'être un test non seulement de son courage et de son endurance, mais aussi de la profondeur de son portefeuille.[*] Le principe est solide, son application réussie n'est pas impossible, mais ce n'est clairement pas un art facile à maîtriser.

Il existe également un groupe assez large de «situations spéciales», sur lesquelles on peut compter sur de nombreuses années pour apporter un bon rendement annuel de 20% ou mieux, avec un minimum de risque global pour ceux qui connaissaient leur chemin dans ce domaine. Ils comprennent les arbitrages intersécurité, les versements ou les séances de liquidation, les couvertures protégées de certains types. Le cas le plus typique est une fusion ou une acquisition projetée qui offre une valeur sensiblement plus élevée pour certaines actions que leur prix à la date de l'annonce. Le nombre de ces accords a considérablement augmenté ces dernières années, et cela aurait dû être une période très rentable pour les cognoscenti. Mais avec la multiplication des annonces de fusion est venue une multiplication des obstacles aux fusions et des transactions qui n'ont pas abouti; pas mal de pertes individuelles ont ainsi été réalisées dans ces opérations autrefois fiables. Peut-être aussi que le taux de profit global a été réduit par une concurrence excessive.[‡]

La rentabilité réduite de ces situations particulières apparaît comme une manifestation d'une sorte de processus d'autodestruction - semblable à la loi des rendements décroissants - qui s'est développé au cours de la vie de ce livre. En 1949, nous avons pu présenter une étude des fluctuations des marchés boursiers au cours des 75 années précédentes, qui soutenait une formule - basée sur les bénéfices et les taux d'intérêt actuels - pour déterminer un niveau pour acheter le DJIA en dessous de sa valeur «centrale» ou «intrinsèque», et de vendre au-dessus de cette valeur. C'était une application de la maxime dominante des Rothschild: «Achetez pas cher et vendez cher».* Et cela avait l'avantage d'aller directement à l'encontre de la maxime enracinée et pernicieuse de Wall Street selon laquelle les actions devraient être achetées parce qu'elles ont augmenté et vendues parce qu'elles ont baissé. Hélas, après 1949, cette formule ne fonctionne plus. Une deuxième illustration est fournie par la fameuse «théorie du Dow» des mouvements boursiers, en comparaison de ses splendides résultats indiqués pour 1897-1933 et de ses performances beaucoup plus discutables depuis 1934.

Un troisième et dernier exemple des opportunités en or qui n'étaient pas disponibles récemment: une bonne partie de nos propres opérations à Wall Street avait été concentrée sur l'achat de *bonnes affaires* facilement identifiables comme telles par le fait qu'elles vendaient à un prix inférieur à leur part dans le actifs nets nets (fonds de roulement) seuls, sans compter le compte de l'usine et les autres actifs, et après déduction de tous les passifs avant le stock. Il est clair que ces émissions se vendaient à un prix bien inférieur à la valeur de l'entreprise en tant qu'entreprise privée. Aucun propriétaire ou détenteur de la majorité ne songerait à vendre ce qu'il possédait à un chiffre aussi ridiculement bas. Curieusement, de telles anomalies n'étaient pas difficiles à trouver. En 1957, une liste a été publiée montrant près de 200 numéros de ce type disponibles sur le marché. De diverses manières, pratiquement toutes ces questions de négociation se sont avérées rentables et le résultat annuel moyen s'est avéré beaucoup plus rémunérateur que la plupart des autres investissements. Mais eux aussi ont pratiquement disparu du marché boursier au cours de la prochaine décennie, et avec eux une zone fiable pour une opération astucieuse et réussie par l'investisseur entreprenant. Cependant, aux prix bas de 1970, il est apparu à nouveau un nombre considérable de ces problèmes de «sous-fonds de roulement» et, malgré la forte reprise du marché, il en restait suffisamment à la fin de l'année pour constituer un portefeuille de taille.

L'investisseur entreprenant dans les conditions actuelles a encore diverses possibilités d'obtenir des résultats supérieurs à la

moyenne. L'énorme liste de titres négociables doit comprendre un nombre équitable qui peut être identifié comme sous-évalué par des normes logiques et raisonnablement fiables. Celles-ci devraient donner en moyenne des résultats plus satisfaisants que le DJIA ou toute autre liste similaire. À notre avis, la recherche de ceux-ci ne vaudrait pas l'effort de l'investisseur à moins qu'il ne puisse espérer ajouter, disons, 5% avant impôts au rendement annuel moyen de la portion en actions de son portefeuille. Nous essaierons de développer une ou plusieurs de ces approches de sélection de titres à l'usage de l'investisseur actif.

Commentaire sur le chapitre 1

> Tout le malheur humain vient d'une seule chose: ne pas savoir rester au repos dans une pièce.
>
> *-Blaise Pascal*

pourquoi pensez - vous que les courtiers sur le plancher de la Bourse de New York toujours la joie au son de la cloche de clôture, peu importe ce que le marché a fait ce jour - là? Parce que chaque fois que vous échangez, *ils* font de l'argent, que vous le fassiez ou non. En spéculant au lieu d'investir, vous réduisez vos propres chances de créer de la richesse et augmentez celle de quelqu'un d'autre.

La définition de Graham de l'investissement ne pourrait pas être plus claire: "Une opération d'investissement est une opération qui, après une analyse approfondie, promet la sécurité du capital et un rendement adéquat."[1] Notez que l'investissement, selon Graham, se compose également de trois éléments:

- vous devez analyser en profondeur une entreprise et la solidité de ses activités sous-jacentes avant d'acheter ses actions;

- vous devez vous protéger délibérément contre de graves pertes;
- vous devez aspirer à des performances «adéquates» et non extraordinaires.

Un investisseur calcule la valeur d'un stock en fonction de la valeur de ses activités. Un spéculateur parie qu'une action va augmenter de prix parce que quelqu'un d'autre en paiera encore plus. Comme Graham l'a dit un jour, les investisseurs jugent «le prix du marché selon des normes de valeur établies», tandis que les spéculateurs «fondent [leurs] normes de valeur sur le prix du marché».[2] Pour un spéculateur, le flux incessant de cotations boursières est comme l'oxygène; coupez-le et il meurt. Pour un investisseur, ce que Graham a appelé les valeurs «cotées» importe beaucoup moins. Graham vous invite à investir uniquement si vous êtes à l'aise de posséder une action même si vous n'avez aucun moyen de connaître son cours de bourse quotidien.[3]

Comme les jeux de casino ou les paris sur les chevaux, spéculer sur le marché peut être excitant ou même gratifiant (si vous avez de la chance). Mais c'est la pire façon imaginable de bâtir votre richesse. C'est parce que Wall Street, comme Las Vegas ou l'hippodrome, a calibré les chances pour que la maison l'emporte toujours, finalement, contre tous ceux qui essaient de battre la maison à son propre jeu spéculatif.

D'un autre côté, *investir* est un type de casino unique - celui où vous ne pouvez pas perdre à la fin, tant que vous ne jouez que selon les règles qui mettent les chances en votre faveur. Les gens qui *investissent* gagnent de l'argent pour eux-mêmes; les gens qui *spéculent* font de l'argent pour leurs courtiers. Et c'est, à son tour, pourquoi Wall Street minimise constamment les vertus durables de l'investissement et met en valeur l'appel criard de la spéculation.

Dangereux à grande vitesse

Confondre spéculation et investissement, prévient Graham, est toujours une erreur. Dans les années 1990, cette confusion a conduit à une destruction massive. Presque tout le monde, semble-t-il, est tombé en panne de patience à la fois, et l'Amérique est devenue la Nation de la spéculation, peuplée de commerçants qui tiraient de stock en stock comme des sauterelles sifflant dans un champ de foin d'août.

Les gens ont commencé à croire que le test d'une technique d'investissement était simplement de savoir si elle «fonctionnait». S'ils

battaient le marché à n'importe quelle période, peu importe la dangerosité ou la stupidité de leurs tactiques, les gens se vantaient d'avoir «raison». Mais l'investisseur intelligent n’a aucun intérêt à avoir temporairement raison. Pour atteindre vos objectifs financiers à long terme, vous devez avoir raison de manière durable et fiable. Les techniques qui sont devenues si à la mode dans les années 1990 - le day trading, l'ignorance de la diversification, le retournement de fonds communs de placement chauds, à la suite de «systèmes» de sélection de titres - semblaient fonctionner. Mais ils n'avaient aucune chance de l'emporter à long terme, car ils ne remplissaient pas les trois critères d'investissement de Graham.

Pour voir pourquoi les retours temporairement élevés ne prouvent rien, imaginez que deux endroits sont à 130 miles l'un de l'autre. Si j'observe la limite de vitesse de 65 mph, je peux parcourir cette distance en deux heures. Mais si je conduis 130 mph, je peux y arriver en une heure. Si j'essaye et que je survis, ai-je «raison»? Devriez-vous être tenté de l'essayer aussi, parce que vous m'entendez me vanter que cela "a fonctionné"? Les astuces flashy pour battre le marché sont à peu près les mêmes: en courtes séquences, tant que votre chance tient, elles fonctionnent. Au fil du temps, ils vous feront tuer.

En 1973, lorsque Graham a révisé pour la dernière fois *The Intelligent Investor,* le taux de rotation annuel à la Bourse de New York était de 20%, ce qui signifie que l'actionnaire type détenait une action pendant cinq ans avant de la vendre. En 2002, le taux de rotation avait atteint 105% - une période de détention de seulement 11,4 mois. En 1973, le fonds commun de placement moyen a conservé un stock pendant près de trois ans; en 2002, cette période de détention était tombée à seulement 10,9 mois. C'est comme si les gestionnaires de fonds communs de placement étudiaient leurs actions juste assez longtemps pour apprendre qu'ils n'auraient pas dû les acheter en premier lieu, puis les vider rapidement et recommencer à zéro.

Même les sociétés de gestion de fonds les plus respectées s'inquiètent. Début 1995, Jeffrey Vinik, gérant de Fidelity Magellan (alors le plus grand fonds commun de placement au monde), détenait 42,5% de ses actifs dans des valeurs technologiques. Vinik a proclamé que la plupart de ses actionnaires «ont investi dans le fonds pour des objectifs éloignés…. Je pense que leurs objectifs sont les mêmes que les miens, et qu'ils croient, comme moi, qu'une approche à long terme est la meilleure. "Mais six mois après avoir écrit ces mots haut placés, Vinik a vendu presque toutes ses actions technologiques, déchargeant près de 19 milliards de dollars en huit semaines frénétiques. Voilà pour le «long terme»! Et en 1999, la division de

courtage à escompte de Fidelity incitait ses clients à négocier n'importe où, à tout moment, à l'aide d'un ordinateur de poche Palm, ce qui était parfaitement en phase avec le nouveau slogan de l'entreprise, «Chaque seconde compte».

FIGURE 1-1

Stocks sur la vitesse

Et sur l'échange NASDAQ, le chiffre d'affaires a atteint la vitesse de distorsion, comme le montre la figure 1-1.[4]

En 1999, les actions de Puma Technology, par exemple, ont changé de mains en moyenne une fois tous les 5,7 jours. Malgré la devise grandiose du NASDAQ - «Le marché boursier pour les cent prochaines années» - beaucoup de ses clients pouvaient à peine conserver un stock pendant cent heures.

Le jeu vidéo financier

Wall Street a fait du commerce en ligne un moyen instantané de faire de l'argent: Discover Brokerage, la branche en ligne de la vénérable société Morgan Stanley, a diffusé une publicité télévisée dans laquelle un chauffeur de camion de remorquage débraillé prend un cadre à l'aspect prospère. Repérant une photo d'une plage tropicale affichée sur le tableau de bord, l'exécutif demande: «Vacances?» «En fait», répond le conducteur, «c'est ma maison». Décontenancé, le costume dit: «On dirait une île». Avec calme triomphe, le conducteur répond: "Techniquement, c'est un pays."

La propagande est allée plus loin. Le commerce en ligne ne prendrait aucun travail et ne nécessiterait aucune réflexion. Une publicité télévisée d'Ameritrade, le courtier en ligne, a montré deux femmes au foyer de retour de jogging; l'une se connecte à son ordinateur, clique plusieurs fois sur la souris et s'exclame: «Je pense que je viens de gagner environ 1 700 $!» Dans une publicité télévisée pour la société de courtage Waterhouse, quelqu'un a

demandé à l'entraîneur de basket-ball Phil Jackson: «Vous savez quelque chose sur le échange? »Sa réponse:« Je vais y arriver maintenant. »(Combien de matchs les équipes de Jackson de la NBA auraient-elles gagnées s'il avait mis cette philosophie à profit? D'une façon ou d'une autre, ne sachant rien de l'autre équipe, mais disant:« Je suis prêt à les jouer dès maintenant », cela ne ressemble pas à une formule de championnat.)

En 1999, au moins six millions de personnes effectuaient des transactions en ligne - et environ un dixième d'entre elles faisaient du «day trading», utilisant Internet pour acheter et vendre des actions à une vitesse fulgurante. Tout le monde, de la diva du showbiz Barbra Streisand à Nicholas Birbas, un ancien serveur de 25 ans dans le Queens, New York, jetait des actions comme des charbons vivants. «Avant», se moquait Birbas, «j'investissais sur le long terme et j'ai découvert que ce n'était pas intelligent.» Maintenant, Birbas a échangé des actions jusqu'à 10 fois par jour et devrait gagner 100 000 $ en un an. "Je ne supporte pas de voir le rouge dans ma colonne des profits ou pertes", a frémi Streisand dans une interview avec *Fortune.* «Je suis le Taureau le taureau, donc je réagis au rouge. Si je vois du rouge, je vends mes stocks rapidement. »[5]

En versant des données continues sur les stocks dans les bars et les salons de coiffure, les cuisines et les cafés, les taxis et les arrêts de camions, les sites Web financiers et la télévision financière ont transformé la bourse en un jeu vidéo national sans escale. Le public se sentait plus informé que jamais sur les marchés. Malheureusement, alors que les gens se noyaient dans les données, les connaissances étaient introuvables. Les actions sont devenues entièrement dissociées des sociétés qui les avaient émises - de pures abstractions, juste des taches se déplaçant sur un téléviseur ou un écran d'ordinateur. Si les blips montaient, rien d'autre n'avait d'importance.

Le 20 décembre 1999, Juno Online Services a dévoilé un plan d'affaires novateur: perdre exprès autant d'argent que possible. Juno a annoncé qu'elle offrirait désormais tous ses services de vente au détail gratuitement - sans frais pour le courrier électronique, sans frais pour l'accès à Internet - et qu'elle dépenserait des millions de dollars de plus en publicité au cours de la prochaine année. Sur cette déclaration de hara-kiri d'entreprise, les actions de Juno ont grimpé de 16,375 $ à 66,75 $ en deux jours.[6]

Pourquoi prendre la peine de savoir si une entreprise était rentable, ou quels biens ou services une entreprise a produits, ou qui était sa direction, ou même quel était le nom de l'entreprise? Tout ce que vous devez savoir sur les actions est le code accrocheur de leurs symboles boursiers: CBLT, INKT, PCLN, TGLO, VRSN, WBVN.[7] De cette façon, vous pourriez les acheter

encore plus rapidement, sans le délai de deux secondes embêtant de les rechercher sur un moteur de recherche Internet. À la fin de 1998, le stock d'une petite entreprise d'entretien d'immeubles rarement négociée, Temco Services, a presque triplé en quelques minutes avec un volume record. Pourquoi? Dans une forme bizarre de dyslexie financière, des milliers de commerçants ont acheté Temco après avoir confondu son symbole boursier, TMCO, avec celui de Ticketmaster Online (TMCS), un chouchou d'Internet dont les actions ont commencé à se négocier publiquement pour la première fois ce jour-là.[8]

Oscar Wilde a plaisanté en disant qu'un cynique "connaît le prix de tout et la valeur de rien". Selon cette définition, le marché boursier est toujours cynique, mais à la fin des années 1990, cela aurait choqué Oscar lui-même. Une seule opinion à moitié cuite sur le *prix* pourrait doubler les actions d'une entreprise, même si sa *valeur* n'était pas examinée. À la fin de 1998, Henry Blodget, analyste à CIBC Oppenheimer, a averti que «comme pour toutes les valeurs Internet, une évaluation est clairement plus un art qu'une science.» Puis, ne citant que la possibilité d'une croissance future, il a augmenté son «objectif de prix» sur Amazon.com de 150 $ à 400 $ d'un seul coup. Amazon.com a grimpé de 19% ce jour-là et, malgré la protestation de Blodget que son objectif de prix était une prévision d'un an, a grimpé de 400 $ en seulement trois semaines. Un an plus tard, l'analyste de PaineWebber, Walter Piecyk, a prédit que l'action Qualcomm atteindrait 1 000 $ par action au cours des 12 prochains mois. Le titre - déjà en hausse de 1 842% cette année-là - a grimpé de 31% ce jour-là, atteignant 659 $ l'action.[9]

De la formule au fiasco

Mais le commerce comme si votre slip était en feu n'est pas la seule forme de spéculation. Tout au long de la dernière décennie, une formule spéculative après l'autre a été promue, popularisée, puis mise de côté. Ils partageaient tous quelques traits — c'est rapide! C'est facile! Et cela ne fera pas un peu mal! - et tous ont violé au moins une des distinctions de Graham entre investir et spéculer. Voici quelques-unes des formules à la mode qui sont tombées à plat:

- **Encaissez sur le calendrier.** L '«effet de janvier» - la tendance des petites actions à réaliser de gros gains au début de l'année - a été largement promu dans les articles savants et les livres populaires publiés dans les années 80. Ces études ont montré que si vous accumuliez de petits stocks dans la seconde moitié de décembre et les mainteniez en janvier, vous battriez le marché de

cinq à 10 points de pourcentage. Cela a étonné de nombreux experts. Après tout, si c'était aussi simple, tout le monde en entendrait sûrement parler, beaucoup de gens le feraient et l'opportunité s'évanouirait. Qu'est-ce qui a provoqué la secousse de janvier? Tout d'abord, de nombreux investisseurs vendent leurs actions les plus minables en fin d'année pour bloquer des pertes qui peuvent réduire leurs factures fiscales. Deuxièmement, les gestionnaires de fonds professionnels deviennent plus prudents à l'approche de la fin de l'année, cherchant à préserver leur surperformance (ou à minimiser leur sous-performance). Cela les rend réticents à acheter (ou même à conserver) un stock en baisse. Et si un titre sous-performant est également petit et obscur, un gestionnaire de portefeuille sera encore moins désireux de le montrer dans sa liste de fin d'année. Tous ces facteurs transforment les petites actions en bonnes affaires momentanées; lorsque les ventes liées à l'impôt cessent en janvier, elles rebondissent généralement, produisant un gain robuste et rapide. L'effet de janvier n'a pas disparu, mais il s'est affaibli. Selon le professeur de finance William Schwert de l'Université de Rochester, si vous aviez acheté de petits stocks fin décembre et les avez vendus début janvier, vous auriez battu le marché de 8,5 points de pourcentage de 1962 à 1979, de 4,4 points de 1980 à 1989 et de 5,8 points de 1990 à 2001.

[10]

Au fur et à mesure que de plus en plus de gens apprenaient l'effet de janvier, de plus en plus de commerçants achetaient de petites actions en décembre, ce qui les rendait moins une affaire et réduisait ainsi leurs rendements. En outre, l'effet de janvier est le plus important parmi les plus petites actions, mais selon Plexus Group, la principale autorité en matière de frais de courtage, le coût total d'achat et de vente de ces actions minuscules peut représenter jusqu'à 8% de votre investissement. [11] Malheureusement, lorsque vous aurez fini de payer votre courtier, tous vos gains sur l'effet de janvier disparaîtront.

- **Faites simplement «ce qui fonctionne».** En 1996, un obscur gestionnaire financier nommé James O'Shaughnessy a publié un livre intitulé *What Works on Wall Street.* Dans ce document, il a soutenu que «les investisseurs peuvent faire *beaucoup mieux* que le marché». O'Shaughnessy a fait une affirmation stupéfiante: de 1954 à 1994, vous auriez pu transformer 10 000 $ en 8 074 504 $,

battant le marché de plus de 10 fois - une imposante Rendement annuel moyen de 18,2%. Comment? En achetant un panier de 50 actions avec les rendements les plus élevés sur un an, cinq années consécutives de hausse des bénéfices et des cours de bourse inférieurs à 1,5 fois leurs revenus d'entreprise.[12] Comme s'il était l'Edison de Wall Street, O'Shaughnessy a obtenu le brevet américain n ° 5 978 778 pour ses «stratégies automatisées» et a lancé un groupe de quatre fonds communs de placement sur la base de ses conclusions. À la fin de 1999, les fonds avaient aspiré plus de 175 millions de dollars du public - et, dans sa lettre annuelle aux actionnaires, O'Shaughnessy a déclaré: «Comme toujours, j'espère qu'ensemble, nous pourrons atteindre nos objectifs à long terme en restant le cours et s'en tenir à nos stratégies d'investissement éprouvées. " Mais" ce qui fonctionne à Wall Street "a cessé de fonctionner juste après O'Shaughnessy l'a annoncé. Comme le montre la figure 1-2, deux de ses fonds ont si mal coulé qu'ils ont fermé au début de 2000, et le marché boursier global (tel que mesuré par l'indice S & P 500) a bloqué tous les fonds O'Shaughnessy presque sans arrêt pendant près de quatre ans. fonctionnement.

FIGURE 1-2

Ce qui fonctionnait à Wall Street…

En juin 2000, O'Shaughnessy s'est rapproché de ses propres «objectifs à long terme» en remettant les fonds à un nouveau gestionnaire, laissant ses clients se débrouiller seuls avec ces «stratégies d'investissement éprouvées».[13] actionnaires de O'Shaughnessy auraient été moins bouleversé s'il avait donné son livre un titre-par exemple plus précis, *ce qui était au travail à Wall Street ... Jusqu'à ce que j'écrit ce livre.*

- **Suivez «The Foolish Four».** Au milieu des années 90, le site Web de Motley Fool (et plusieurs livres) a mis la lumière du jour sur une technique appelée «The Foolish Four». Selon le Motley Fool, vous auriez «saccagé les moyennes du marché». au cours des 25 dernières années »et pourrait« écraser vos fonds communs de placement »en consacrant« seulement 15 minutes par an »à la planification de vos investissements. Mieux encore, cette technique présentait un «risque minimal». Tout ce que vous aviez à faire était le suivant:

    1. Prenez les cinq actions dans le Dow Jones Industrial Average avec les cours les plus bas et les rendements de dividendes les plus élevés.

    2. Jetez celui qui a le prix le plus bas.

    3. Mettez 40% de votre argent en stock avec le deuxième prix le plus bas.

4. Mettez 20% dans chacun des trois stocks restants.

5. Un an plus tard, triez le Dow de la même manière et réinitialisez le portefeuille selon les étapes 1 à 4.

6. Répétez jusqu'à ce que riche.

Sur une période de 25 ans, selon le Motley Fool, cette technique aurait battu le marché de 10,1 points de pourcentage par an. Au cours des deux prochaines décennies, ont-ils suggéré, 20 000 $ investis dans The Foolish Four devraient s'élever à 1 791 000 $. (Et, ont-ils affirmé, vous pourriez faire encore mieux en sélectionnant les cinq actions Dow ayant le ratio de rendement en dividendes le plus élevé par rapport à la racine carrée du cours de l'action, en supprimant celle qui a obtenu le score le plus élevé et en achetant les quatre suivantes.) Voyons si cette «stratégie» pourrait répondre aux définitions de Graham d'un investissement:

- Quel type «d'analyse approfondie» pourrait justifier de se défaire de l'action avec le prix et le dividende les plus attractifs, mais en maintenant les quatre qui obtiennent un score plus bas pour ces qualités souhaitables?

- Comment le fait de mettre 40% de votre argent dans un seul titre pourrait-il être un «risque minimal»?

- Et comment un portefeuille de quatre actions seulement pourrait-il être suffisamment diversifié pour assurer la «sécurité du capital»? Le Foolish Four, en bref, était l'une des formules de sélection de stocks de cockamamie les plus concoctées. Les imbéciles ont fait la même erreur que O'Shaughnessy: si vous regardez une grande quantité de données assez longtemps, un grand nombre de modèles émergera - ne serait-ce que par hasard. Par hasard, les sociétés qui produisent des rendements boursiers supérieurs à la moyenne auront beaucoup de choses en commun. Mais à moins que ces facteurs *n'entraînent* une surperformance des actions, ils ne peuvent pas être utilisés pour prédire les rendements futurs. Aucun des facteurs que les imbéciles de Motley n'ont «découverts» avec une telle fanfare - abandonner l'action avec le meilleur score, doubler celle avec le deuxième score le plus élevé, diviser le rendement du dividende par la racine carrée du cours de l'action - ne pourrait peut-être pas causer ou expliquer les performances futures d'un titre. *Money* Magazine a découvert

qu'un portefeuille composé d'actions dont les noms ne contenaient pas de lettres répétitives auraient été aussi performants que The Foolish Four - et pour la même raison: la chance seule.

[14] Comme Graham ne cesse de nous le rappeler, les actions se portent bien ou mal à l'avenir parce que les entreprises derrière elles se portent bien ou mal, rien de plus et rien de moins. Effectivement, au lieu d'écraser le marché, The Foolish Four a écrasé les milliers de personnes qui ont été trompées en leur faisant croire que c'était une forme d'investissement. Rien qu'en 2000, les quatre actions stupides - Caterpillar, Eastman Kodak, SBC et General Motors - ont perdu 14% tandis que le Dow Jones a chuté de seulement 4,7%.

Comme le montrent ces exemples, il n'y a qu'une seule chose qui ne souffre jamais d'un marché baissier à Wall Street: les idées stupides. Chacune de ces soi-disant approches d'investissement a été la proie de la loi de Graham. Toutes les formules mécaniques pour obtenir une meilleure performance des actions sont «une sorte de processus d'autodestruction - semblable à la loi des rendements décroissants». Il y a deux raisons pour lesquelles les rendements s'effacent. Si la formule était simplement basée sur des douves statistiques aléatoires (comme The Foolish Four), le simple passage du temps montrera que cela n'avait aucun sens en premier lieu. D'un autre côté, si la formule a effectivement fonctionné dans le passé (comme l'effet de janvier), alors en la faisant connaître, les experts du marché érodent toujours - et éliminent généralement - sa capacité à le faire à l'avenir.

Tout cela renforce l'avertissement de Graham selon lequel vous devez traiter la spéculation comme les joueurs vétérans traitent leurs voyages au casino:

- Vous ne devez jamais vous leurrer en pensant que vous investissez lorsque vous spéculez.
- La spéculation devient mortellement dangereuse au moment où vous commencez à la prendre au sérieux.
- Vous devez limiter strictement le montant que vous êtes prêt à miser.

Tout comme les joueurs sensés emmènent, disons, 100 $ au casino et laissent le reste de leur argent enfermé dans le coffre-fort de leur chambre d'hôtel, l'investisseur intelligent désigne une infime partie de son portefeuille total comme un compte «argent fou». Pour la plupart d'entre nous, 10% de notre richesse globale est le montant maximum autorisé à mettre en danger spéculatif. *Ne* mélangez *jamais* l'argent de votre compte spéculatif avec ce qui se trouve dans vos comptes de placement; *ne* laissez *jamais* votre pensée spéculative déborder sur vos activités d'investissement; et *ne* mettez *jamais* plus de 10% de vos actifs dans votre compte d'argent fou, quoi qu'il arrive.

Pour le meilleur ou pour le pire, l'instinct de jeu fait partie de la nature humaine - il est donc vain pour la plupart des gens d'essayer de le supprimer. Mais vous devez le confiner et le restreindre. C'est la meilleure façon de vous assurer que vous ne vous tromperez jamais en confondant spéculation et investissement.

Chapitre 2
L'investisseur et l'inflation

L' inflation et la lutte contre celle-ci ont été au cœur des préoccupations des citoyens ces dernières années. Le rétrécissement du pouvoir d'achat du dollar dans le passé, et en particulier la crainte (ou l'espoir des spéculateurs) d'une nouvelle baisse sérieuse à l'avenir, a grandement influencé la pensée de Wall Street. Il est clair que ceux qui ont un revenu fixe en dollars souffriront lorsque le coût de la vie progressera, et il en va de même pour un montant fixe de principal en dollars. Les détenteurs d'actions, en revanche, ont la possibilité qu'une perte du pouvoir d'achat du dollar puisse être compensée par des augmentations de leurs dividendes et des cours de leurs actions.

Sur la base de ces faits indéniables, de nombreuses autorités financières ont conclu que (1) les obligations sont une forme d'investissement intrinsèquement indésirable, et (2) par conséquent, les actions ordinaires sont, de par leur nature même, des investissements plus souhaitables que

les obligations. Nous avons entendu parler d'organismes de bienfaisance informés que leurs portefeuilles devraient être constitués à 100% d'actions et à zéro pour cent d'obligations.* Il s'agit là d'un renversement par rapport aux premiers jours où les placements en fiducie étaient limités par la loi aux obligations de haute qualité (et à quelques actions privilégiées de choix).

Nos lecteurs doivent avoir suffisamment d'intelligence pour reconnaître que même des actions de haute qualité ne peuvent pas être un meilleur achat que les obligations *dans toutes les conditions* - c'est-à-dire, quelle que soit la valeur du marché boursier et le niveau de rendement du dividende actuel par rapport aux taux disponibles sur les obligations . Une déclaration de ce genre serait aussi absurde que le contraire - trop souvent entendu il y a des années - que toute obligation est plus sûre que n'importe quelle action. Dans ce chapitre, nous essaierons d'appliquer diverses mesures au facteur d'inflation, afin de tirer certaines conclusions quant à la mesure dans laquelle l'investisseur peut être judicieusement influencé par les attentes concernant les futures hausses du niveau des prix.

Dans ce domaine, comme dans tant d'autres en finance, nous devons fonder notre vision de la politique future sur une connaissance de l'expérience passée. L'inflation est-elle quelque chose de nouveau pour ce pays, du moins dans la forme sérieuse qu'elle prend depuis 1965? Si nous avons vu des gonflements comparables (ou pires) dans l'expérience de vie, quelles leçons peut-on en tirer pour faire face à l'inflation d'aujourd'hui? Commençons par le tableau 2-1, une tabulation historique condensée qui contient beaucoup d'informations sur les variations du niveau général des prix et les variations concomitantes des bénéfices et de la valeur marchande des actions ordinaires. Nos chiffres débuteront en 1915 et couvriront ainsi 55 ans, présentés à cinq ans d'intervalle. (Nous utilisons 1946 au lieu de 1945 pour éviter la dernière année de contrôle des prix en temps de guerre.)

La première chose que nous remarquons, c'est que nous avons connu de l'inflation dans le passé, en grande partie. La dose la plus importante sur cinq ans se situe entre 1915 et 1920, lorsque le coût de la vie a presque doublé. Cela se compare à l'avance de 15% entre 1965 et 1970. Entre les deux, nous avons connu trois périodes de baisse des prix, puis six avances à des taux variables, certaines assez faibles. Sur cette indication, l'investisseur doit clairement prévoir la probabilité d'une inflation continue ou récurrente.

Peut-on dire quel sera le taux d'inflation? Aucune réponse claire n'est suggérée par notre tableau; il montre des variations de toutes sortes. Il

semblerait cependant judicieux de s'inspirer du bilan assez constant des 20 dernières années. La hausse annuelle moyenne du niveau des prix à la consommation pour cette période a été de 2,5%; celle pour 1965–1970 était de 4,5%; celle pour 1970 seulement était de 5,4%. La politique officielle du gouvernement a été fortement contre l'inflation à grande échelle, et il y a certaines raisons de croire que les politiques fédérales seront plus efficaces à l'avenir que ces dernières années.[*] Nous pensons qu'il serait raisonnable pour un investisseur à ce stade de baser sa réflexion et ses décisions sur un taux *probable* (loin d'être certain) d'inflation future de, disons, 3% par an. (Cela se comparerait à un taux annuel d'environ 2½% pour toute la période 1915–1970.) [1]

Quelles seraient les implications d'une telle avancée? Elle grugerait, en augmentant le coût de la vie, environ la moitié des revenus que l'on peut désormais obtenir sur de bonnes obligations non imposables à moyen terme (ou sur notre équivalent après impôt supposé des obligations de sociétés de premier ordre). Ce serait un sérieux retrait, mais il ne faut pas l'exagérer. Cela ne signifierait pas que la valeur réelle, ou le pouvoir d'achat, de la fortune de l'investisseur doit être réduit au fil des ans. S'il dépensait la moitié de ses revenus d'intérêts après impôts, il conserverait intact ce pouvoir d'achat, même contre une inflation annuelle de 3%.

Mais la question suivante est naturellement: «L'investisseur peut-il être raisonnablement sûr de faire mieux en achetant et en détenant autre chose que des obligations de première qualité, même au taux de rendement sans précédent offert en 1970-1971?» , un programme tout stock serait-il préférable à un programme part-bond, part-stock? Les actions ordinaires n'ont-elles pas une protection intégrée contre l'inflation et ne sont-elles pas presque sûres de donner un meilleur rendement au fil des ans que les obligations? En fait, les actions n'ont-elles pas traité l'investisseur beaucoup mieux que les obligations au cours de la période de 55 ans de notre étude?

La réponse à ces questions est quelque peu compliquée. Les actions ordinaires ont en effet fait mieux que les obligations sur une longue période de temps dans le passé. La hausse du DJIA d'une moyenne de 77 en 1915 à 753 en moyenne en 1970 correspond à un taux annuel composé d'environ 4%, auquel on peut ajouter 4% supplémentaires pour le rendement moyen du dividende. (Les chiffres correspondants pour le composite S&P sont à peu près les mêmes.) Ces chiffres combinés de 8% par an sont bien sûr bien meilleurs que le rendement des obligations sur la même période de 55 ans. Mais ils ne dépassent pas celui que proposent *désormais* les obligations de haute qualité. Cela nous amène à la question logique suivante: y a-t-il une raison convaincante de croire que les actions ordinaires sont susceptibles de faire beaucoup mieux dans les années à venir qu'elles ne l'ont été au cours des cinq dernières décennies et demie?

Notre réponse à cette question cruciale doit être un *non catégorique.* Les actions ordinaires *peuvent* faire mieux à l'avenir que par le passé, mais elles sont loin d'être certaines de le faire. Nous devons traiter ici deux éléments temporels différents dans les résultats d'investissement. Le premier couvre ce qui est susceptible de se produire à long terme - disons, les 25 prochaines années. La seconde s'applique à ce qui est susceptible d'arriver à l'investisseur - à la fois financièrement et psychologiquement - sur des périodes courtes ou intermédiaires, disons cinq ans ou moins. Son état d'esprit, ses espoirs et ses appréhensions, sa satisfaction ou son mécontentement à l'égard de ce qu'il a fait, surtout ses décisions sur la suite des choses, sont tous déterminés non pas dans le rétrospectif d'une vie d'investissement, mais plutôt par son expérience d'une année à l'autre. .

Sur ce point, nous pouvons être catégoriques. Il n'y a pas de lien temporel étroit entre les conditions inflationnistes (ou déflationnistes) et le mouvement des bénéfices et des prix des actions ordinaires. L'exemple évident est la période récente, 1966-1970. L'augmentation du coût de la vie a été de 22%, la plus forte en cinq ans depuis 1946-1950. Mais les bénéfices des actions et les cours des actions dans leur ensemble ont diminué depuis

1965. Il existe des contradictions similaires dans les deux sens dans le record des cinq dernières années.

Inflation et bénéfices des entreprises

Une autre approche très importante du sujet consiste à étudier le taux de rémunération du capital des entreprises américaines. Cela a fluctué, bien sûr, avec le taux général d'activité économique, mais il n'a montré aucune tendance générale à progresser avec les prix de gros ou le coût de la vie. En fait, ce taux a baissé assez sensiblement au cours des vingt dernières années malgré l'inflation de la période. (Dans une certaine mesure, la baisse est due à l'imposition de taux d'amortissement plus libéraux. Voir le tableau 2-2.) Nos études approfondies ont conduit à la conclusion que l'investisseur ne peut pas compter sur beaucoup plus que le récent taux de cinq ans gagné sur le DJIA groupe - environ 10% sur les immobilisations corporelles nettes (valeur comptable) derrière les actions. [2] Étant donné que la valeur marchande de ces émissions est bien supérieure à leur valeur comptable - disons 900 marchés contre 560 livres au milieu de 1971 - les bénéfices sur le prix actuel du marché ne fonctionnent qu'à environ 6¼%. (Cette relation est généralement exprimée de la manière inverse, ou «multipliée par les gains», par exemple, le prix DJIA de 900 équivaut à 18 fois les gains réels pour les 12 mois terminés en juin 1971.)

Nos chiffres cadrent directement avec la suggestion du chapitre précédent[*] que l'investisseur peut supposer un rendement de dividende moyen d'environ 3,5% sur la valeur de marché de ses actions, plus une appréciation de, disons, 4% par an résultant des bénéfices réinvestis. (Notez que chaque dollar ajouté à la valeur comptable est supposé augmenter le prix du marché d'environ 1,60 $.)

Le lecteur objectera qu'en fin de compte, nos calculs ne tiennent pas compte d'une augmentation des bénéfices et des valeurs des actions ordinaires résultant de notre inflation annuelle prévue de 3%. Notre justification est l'absence de tout signe indiquant que l'inflation d'un montant comparable dans le passé a eu un effet *direct* sur le bénéfice par action déclaré. Les chiffres froids démontrent que *tout* le gain important dans les bénéfices de l'unité DJIA au cours des 20 dernières années est dû à une croissance proportionnellement importante du capital investi provenant des bénéfices réinvestis. Si l'inflation avait fonctionné comme un facteur favorable distinct, son effet aurait été d'augmenter la «valeur» du capital antérieur; cela devrait à son tour augmenter le taux de rémunération de ces anciens capitaux et donc de l'ancien et du nouveau capital combinés. Mais rien de tel ne s'est réellement produit au cours des

20 dernières années, au cours desquelles le niveau des prix de gros a progressé de près de 40%. (Les bénéfices des entreprises devraient être davantage influencés par les prix de gros que par les «prix à la consommation».) La seule façon dont l'inflation peut augmenter la valeur des actions ordinaires est d'augmenter le taux de rémunération des investissements en capital. Sur la base des antécédents, cela n'a pas été le cas.

Dans les cycles économiques du passé, les bonnes affaires se sont accompagnées d'une hausse des prix et les mauvaises affaires d'une baisse des prix. De l'avis général, «un peu d'inflation» a contribué aux bénéfices des entreprises. Ce point de vue n'est pas contredit par l'histoire de 1950-1970, qui révèle une combinaison d'une prospérité généralement continue et d'une hausse générale des prix. Mais les chiffres indiquent que l'effet de tout cela sur la *capacité* de *gain* du capital-actions («fonds propres») a été assez limité; en fait, il n'a même pas servi à maintenir le taux de rémunération de l'investissement. Il est clair que d'importantes influences compensatoires ont empêché toute augmentation de la rentabilité réelle des sociétés américaines dans leur ensemble. Les plus importants d'entre eux ont peut-être été (1) une augmentation des salaires dépassant les gains de productivité, et (2) la nécessité d'énormes quantités de nouveaux capitaux, ce qui a réduit le ratio des ventes aux capitaux employés.

Nos chiffres du tableau 2-2 indiquent que, loin de l'inflation qui a profité à nos sociétés et à leurs actionnaires, son effet a été tout à fait le contraire. Les chiffres les plus frappants de notre tableau sont ceux de la croissance de la dette des entreprises entre 1950 et 1969. Il est surprenant de constater que peu d'attention a été accordée par les économistes et par Wall Street à cette évolution. La dette des entreprises a quintuplé tandis que leurs bénéfices avant impôts ont un peu plus que doublé. Avec la forte hausse des taux d'intérêt au cours de cette période, il est évident que la dette globale des entreprises est désormais un facteur économique défavorable d'une certaine ampleur et un véritable problème pour de nombreuses entreprises individuelles. (À noter qu'en 1950, le bénéfice net après intérêts mais avant impôt sur le revenu représentait environ 30% de la dette des entreprises, alors qu'en 1969 il ne représentait que 13,2% de la dette. Le ratio de 1970 devait être encore moins satisfaisant.) En somme, il apparaît qu'un une partie des 11% gagnés sur les actions de sociétés dans leur ensemble est réalisée par l'utilisation d'une grande quantité de nouvelles dettes d'un coût de 4% ou moins après crédit d'impôt. Si nos sociétés avaient maintenu le taux d'endettement de 1950, leur taux de rémunération du capital-actions aurait encore baissé, malgré l'inflation.

TABLEAU 2-2 Dette des entreprises, bénéfices et gains sur le capital, 1950-1969

La Bourse a considéré que les entreprises d'utilité publique ont été la principale victime de l'inflation, coincées entre une grande progression du coût de l'argent emprunté et la difficulté d'augmenter les taux pratiqués dans le cadre du processus réglementaire. Mais c'est peut-être le lieu de remarquer que le fait même que les coûts unitaires des services d'électricité, de gaz et de téléphone aient progressé beaucoup moins que l'indice général des prix place ces entreprises dans une position stratégique solide pour l'avenir. [3] Ils ont le droit de facturer des taux suffisants pour un rendement adéquat de leur capital investi, ce qui protégera probablement leurs actionnaires à l'avenir comme il l'a fait dans les gonflements du passé.

Tout ce qui précède nous ramène à notre conclusion que l'investisseur n'a aucune base solide pour s'attendre à un rendement global moyen de, disons, 8% sur un portefeuille d'actions ordinaires de type DJIA achetées au niveau de prix de la fin de 1971. Mais même si ces attentes devaient se révéler sous-estimées d'un montant substantiel, il ne serait pas justifié de mettre en place un programme d'investissement tous stocks. S'il y a une chose garantie pour l'avenir, c'est que le bénéfice et la valeur marchande annuelle moyenne d'un portefeuille d'actions n'augmenteront *pas* au taux uniforme de 4%, ou tout autre chiffre. Selon les mots mémorables de l'aîné JP Morgan, « *Ils fluctueront.* "[*] Cela signifie, premièrement, que l'acheteur d'actions ordinaires aux prix d'aujourd'hui - ou de demain - courra un risque réel d'en avoir des résultats insatisfaisants sur une période de plusieurs années. Il a fallu 25 ans à General Electric (et à la DJIA elle-même) pour récupérer le terrain perdu lors de la débâcle de 1929-1932. En outre, si l'investisseur concentre son portefeuille sur des actions ordinaires, il est très susceptible d'être induit en erreur soit par des avancées exaltantes soit par des baisses angoissantes. Cela est particulièrement vrai si son

raisonnement est étroitement lié aux attentes d'une nouvelle inflation. Car alors, si un autre marché haussier se présente, il prendra la grande hausse non pas comme un signal de danger d'une chute inévitable, non pas comme une chance de tirer profit de ses beaux bénéfices, mais plutôt comme une justification de l'hypothèse d'inflation et comme un raison de continuer à acheter des actions ordinaires, peu importe à quel point le niveau du marché est élevé ni à quel point le rendement du dividende De cette façon se trouve le chagrin.

Alternatives aux actions ordinaires comme couvertures contre l'inflation

La politique standard des gens du monde entier qui se méfient de leur monnaie a été d'acheter et de détenir de l'or. Cela est contraire à la loi pour les citoyens américains depuis 1935 - heureusement pour eux. Au cours des 35 dernières années, le prix de l'or sur le marché libre est passé de 35 $ l'once à 48 $ au début de 1972, soit une augmentation de seulement 35%. Mais pendant tout ce temps, le détenteur d'or n'a reçu aucun revenu sur son capital et a plutôt engagé des dépenses annuelles de stockage. Évidemment, il aurait fait beaucoup mieux avec son argent à intérêt dans une caisse d'épargne, malgré la hausse du niveau général des prix.

L'échec presque complet de l'or pour se protéger contre une perte du pouvoir d'achat du dollar doit jeter un sérieux doute sur la capacité de l'investisseur ordinaire à se protéger contre l'inflation en mettant son argent dans des «choses».* Un certain nombre de catégories d'objets de valeur ont connu des progrès saisissants dans la valeur marchande au fil des ans - comme les diamants, les peintures de maîtres, les premières éditions de livres, les timbres et les pièces de monnaie rares, etc. Mais dans beaucoup, peut-être la plupart de ces cas, semble être un élément de l'artificiel ou de la précarité ou même de l'irréel des prix cotés. D'une manière ou d'une autre, il est difficile de penser à payer 67 500 $ pour un dollar américain en argent daté de 1804 (mais même pas frappé cette année-là) comme une «opération d'investissement». [4] Nous reconnaissons que nous sommes hors de notre profondeur dans ce domaine. Très peu de nos lecteurs y trouveront la natation sûre et facile.

La propriété pure et simple d'un bien immobilier a longtemps été considérée comme un investissement sûr à long terme, avec une bonne protection contre l'inflation. Malheureusement, les valeurs immobilières sont également sujettes à de grandes fluctuations; de graves erreurs peuvent être commises dans l'emplacement, le prix payé, etc .; il y a des

pièges dans les ruses des vendeurs. Enfin, la diversification n'est pas pratique pour l'investisseur de moyens modérés, sauf par divers types de participations avec d'autres et avec les aléas particuliers qui se rattachent aux nouvelles flottations - pas trop différents de la propriété d'actions ordinaires. Ce n'est pas non plus notre domaine. Tout ce que nous devrions dire à l'investisseur, c'est: «Assurez-vous qu'il vous appartient avant de vous lancer.»

Conclusion

Naturellement, nous revenons à la politique recommandée dans notre chapitre précédent. En raison des incertitudes de l'avenir, l'investisseur ne peut pas se permettre de mettre tous ses fonds dans le même panier - ni dans le panier d'obligations, malgré les rendements sans précédent élevés que les obligations ont récemment offerts; ni dans le panier d'actions, malgré la perspective d'une inflation continue.

Plus l'investisseur dépend de son portefeuille et de ses revenus, plus il lui faut se prémunir contre l'inattendu et le déroutant dans cette partie de sa vie. Il est axiomatique que l'investisseur conservateur cherche à minimiser ses risques. Nous pensons fermement que les risques liés à l'achat, par exemple, d'une obligation de compagnie de téléphone à des rendements de près de 7½% sont beaucoup moins élevés que ceux impliqués dans l'achat du DJIA à 900 (ou toute liste boursière équivalente). Mais la possibilité d' *une* inflation à *grande échelle* demeure et l'investisseur doit avoir une assurance contre elle. Il n'y a aucune certitude qu'une composante stock assurera adéquatement contre une telle inflation, mais elle devrait offrir plus de protection que la composante obligataire.

C'est ce que nous avons dit à ce sujet dans notre édition de 1965 (p. 97), et nous écririons la même chose aujourd'hui:

Il doit être évident pour le lecteur que nous n'avons aucun enthousiasme pour les actions communes à ces niveaux (892 pour le DJIA). Pour les raisons déjà données, nous pensons que l'investisseur défensif ne peut se permettre de se passer d'une proportion appréciable d'actions ordinaires dans son portefeuille, même si nous les considérons comme le moindre de deux maux - les plus grands étant les risques dans une holding 100% obligataire.

Commentaire sur le chapitre 2

> Les Américains deviennent plus forts. Il y a vingt ans, il fallait deux personnes pour transporter dix dollars d'épicerie. Aujourd'hui, un enfant de cinq ans peut le faire.
>
> —*Henny Youngman*

I nflation? Qui s'en soucie *?*

Après tout, la hausse annuelle du coût des biens et services a été en moyenne inférieure à 2,2% entre 1997 et 2002 - et les économistes pensent que même ce taux plancher peut être surestimé.[1] (Pensez, par exemple, à la chute des prix des ordinateurs et de l'électronique domestique et à l'augmentation de la qualité de nombreux produits, ce qui signifie que les consommateurs en ont pour leur argent.) Ces dernières années, le véritable taux d'inflation aux États-Unis a probablement tourné autour de 1% par an, une augmentation si infinitésimale que de nombreux experts ont proclamé que «l'inflation est morte».[2]

L'illusion de l'argent

Il y a une autre raison pour laquelle les investisseurs négligent l'importance de l'inflation: ce que les psychologues appellent «l'illusion monétaire». Si vous recevez une augmentation de 2% au cours d'une année où l'inflation atteint 4%, vous vous sentirez certainement mieux que si vous preniez un 2 % de baisse de salaire au cours d'une année où l'inflation est nulle. Pourtant, les deux changements de salaire vous placent dans une position pratiquement identique, soit 2% de moins après l'inflation. Tant que le changement *nominal* (ou absolu) est positif, nous le considérons comme une bonne chose, même si le résultat *réel* (ou après l'inflation) est négatif. Et tout changement dans votre propre salaire est plus vif et spécifique que le changement généralisé des prix dans l'économie dans son ensemble.[3] De même, les investisseurs étaient ravis de gagner 11% sur les certificats de dépôt bancaire (CD) en 1980 et sont amèrement déçus de ne gagner qu'environ 2% en 2003 - même s'ils perdaient de l'argent après l'inflation à l'époque mais suivaient l'inflation. maintenant. Le taux nominal que nous gagnons est imprimé dans les annonces de la banque et affiché dans sa fenêtre, où un nombre élevé nous fait du bien. Mais l'inflation ronge

ce chiffre élevé en secret. Au lieu de supprimer les publicités, l'inflation enlève simplement notre richesse. C'est pourquoi l'inflation est si facile à ignorer - et pourquoi il est si important de mesurer votre réussite en investissement non seulement en fonction de ce que vous faites, mais aussi de la quantité que vous conservez après l'inflation.

Plus fondamentalement encore, l'investisseur intelligent doit toujours être en garde contre tout ce qui est inattendu et sous-estimé. Il y a trois bonnes raisons de croire que l'inflation n'est pas morte:

- Pas plus tard qu'en 1973-1982, les États-Unis ont connu l'une des poussées d'inflation les plus douloureuses de notre histoire. Mesurés par l'indice des prix à la consommation, les prix ont plus que doublé au cours de cette période, augmentant à un taux annualisé de près de 9%. En 1979 seulement, l'inflation a fait rage à 13,3%, paralysant l'économie dans ce qui est devenu connu sous le nom de «stagflation» - et amenant de nombreux commentateurs à se demander si l'Amérique pouvait rivaliser sur le marché mondial.[4] Les biens et services au prix de 100 $ au début de 1973 coûtaient 230 $ à la fin de 1982, ramenant la valeur d'un dollar à moins de 45 cents. Personne qui l'a vécu ne se moquerait d'une telle destruction de richesse; nul qui est prudent ne peut se prémunir contre le risque de réapparition.

- Depuis 1960, 69% des pays du monde orientés vers le marché ont subi au moins un an au cours duquel l'inflation a atteint un taux annualisé de 25% ou plus. En moyenne, ces périodes d'inflation ont détruit 53% du pouvoir d'achat d'un investisseur.[5] Nous serions fous de ne pas espérer que l'Amérique soit en quelque sorte exempte d'une telle catastrophe. Mais nous serions encore plus fous de conclure que cela ne peut jamais arriver ici.[6]

- La hausse des prix permet à l'oncle Sam de rembourser ses dettes avec des dollars dépréciés par l'inflation. L'éradication complète de l'inflation va à l'encontre de l'intérêt économique de tout gouvernement qui emprunte régulièrement de l'argent.[sept]

Une demi-haie

Que peut donc faire l'investisseur intelligent pour se prémunir contre l'inflation? La réponse standard est «acheter des actions» - mais, comme le sont si souvent les réponses, ce n'est pas tout à fait vrai.

La figure 2-1 montre, pour chaque année de 1926 à 2002, la relation entre l'inflation et le cours des actions.

Comme vous pouvez le voir, les années où les prix des biens et services à la consommation ont chuté, comme dans la partie gauche du graphique, les rendements boursiers ont été terribles, le marché perdant jusqu'à 43% de sa valeur.[8] Lorsque l'inflation a dépassé 6%, comme dans les années situées à l'extrémité droite du graphique, les actions ont également piqué. La bourse a perdu de l'argent au cours de huit des 14 années au cours desquelles l'inflation a dépassé 6%; le rendement moyen pour ces 14 années était un maigre 2,6%.

Alors que l'inflation modérée permet aux entreprises de répercuter les coûts accrus de leurs propres matières premières sur les clients, une inflation élevée fait des ravages, forçant les clients à réduire leurs achats et à déprimer l'activité dans toute l'économie.

Les preuves historiques sont claires: depuis l'avènement de données boursières précises en 1926, il y a eu 64 périodes de cinq ans (c.-à-d. 1926-1930, 1927-1931, 1928-1932, et ainsi de suite jusqu'en 1998-2002). Dans 50 de ces 64 périodes de cinq ans (ou 78% du temps), les actions ont dépassé l'inflation.[9] C'est impressionnant, mais imparfait; cela signifie que les actions n'ont pas réussi à suivre l'inflation environ un cinquième du temps.

Deux acronymes à la rescousse

Heureusement, vous pouvez renforcer vos défenses contre l'inflation en vous diversifiant au-delà des actions. Depuis l'écriture de Graham pour la dernière fois, deux lutteurs contre l'inflation sont devenus largement accessibles aux investisseurs:

FPI. Les fiducies de placement immobilier, ou FPI (prononcées comme «reets»), sont des sociétés qui possèdent et perçoivent des loyers dans des immeubles commerciaux et résidentiels.[10] Regroupés dans des fonds communs de placement immobiliers, les FPI font un travail décent de lutte contre l'inflation. Le meilleur choix est le Fonds indiciel Vanguard REIT; d'autres choix relativement peu coûteux comprennent les actions Cohen & Steers Realty, le Columbia Real Estate Equity Fund et le Fidelity Real Estate Investment Fund.[11] S'il est peu probable qu'un fonds FPI soit un combattant infaillible de l'inflation, à long terme, il devrait vous donner une défense contre l'érosion du pouvoir d'achat sans entraver vos rendements globaux.

CONSEILS. Les bons du Trésor protégés contre l'inflation, ou TIPS, sont des obligations du gouvernement américain, émises pour la première fois

en 1997, dont la valeur augmente automatiquement lorsque l'inflation augmente. Parce que la pleine confiance et le crédit des États-Unis les soutiennent, tous les bons du Trésor sont à l'abri du risque de défaut (ou de non-paiement des intérêts). Mais les CONSEILS garantissent également que la valeur de votre investissement ne sera pas érodée par l'inflation. Dans un package simple, vous vous assurez contre les pertes financières et la perte de pouvoir d'achat.[12]

Il y a cependant un hic. Lorsque la valeur de votre obligation TIPS augmente à mesure que l'inflation se réchauffe, l'Internal Revenue Service considère cette augmentation de valeur comme un revenu imposable, même s'il s'agit uniquement d'un gain sur papier (sauf si vous avez vendu l'obligation à son nouveau prix plus élevé). Pourquoi cela a-t-il un sens pour l'IRS? L'investisseur intelligent se souviendra des paroles sages de l'analyste financier Mark Schweber: «La seule question à ne jamais poser à un bureaucrate est« Pourquoi? ». En raison de cette complication fiscale exaspérante, les TIPS conviennent mieux à un compte de retraite à imposition différée comme un IRA , Keogh ou 401 (k), où ils n'augmenteront pas votre revenu imposable.

Vous pouvez acheter des CONSEILS directement auprès du gouvernement américain sur www. publicdebt.treas.gov/of/ofinflin.htm, ou dans un fonds commun de placement à faible coût comme Vanguard Inflation-Protected Securities ou Fidelity Inflation-Protected Bond Fund.[13] Soit directement, soit par l'intermédiaire d'un fonds, les CONSEILS sont le substitut idéal à la proportion de vos fonds de retraite que vous auriez autrement gardée en espèces. Ne les échangez pas: les CONSEILS peuvent être volatils à court terme, ils fonctionnent donc mieux comme une détention permanente et permanente. Pour la plupart des investisseurs, allouer au moins 10% de vos actifs de retraite à TIPS est un moyen intelligent de protéger une partie de votre argent en toute sécurité, et totalement hors de portée des longues griffes invisibles de l'inflation.

Chapitre 3
Un siècle d'histoire boursière: le niveau des cours des actions au début de 1972

T portefeuille de l' investisseur il des actions ordinaires représentera une petite section de cette institution immense et redoutable connu sous le marché boursier. La prudence suggère qu'il a une idée adéquate de l'histoire boursière, en particulier en ce qui concerne les fluctuations importantes de son niveau de prix et les relations variables entre les cours des actions dans leur ensemble et leurs bénéfices et dividendes. Dans ce contexte, il est peut-être en mesure de porter un jugement valable sur l'attractivité ou les dangers du niveau du marché tel qu'il se présente à différents moments. Par une coïncidence, des données statistiques utiles sur les prix, les bénéfices et les dividendes remontent à seulement 100 ans, à 1871. (Le matériau n'est pas aussi complet ou fiable dans la première moitié de la période que dans la seconde, mais il servira.) Dans ce chapitre, nous présenterons les figures, sous une forme très condensée, avec deux objets en vue. La première consiste à montrer la manière générale dont les actions ont progressé sous-jacent au cours des nombreux cycles du siècle dernier. La seconde consiste à voir le tableau en termes de moyennes décennales successives, non seulement des cours des actions, mais aussi des bénéfices et des dividendes, pour faire ressortir la relation variable entre les trois facteurs importants. Avec cette richesse de matériel en toile de fond, nous passerons à un examen du niveau des cours boursiers au début de 1972.

L'histoire à long terme du marché boursier est résumée dans deux tableaux et un graphique. Le tableau 3-1 présente les points bas et hauts de dix-neuf cycles baissiers et haussiers au cours des 100 dernières années. Nous avons utilisé deux index ici. Le premier représente une combinaison d'une première étude de la Commission Cowles datant de 1870, qui a été épissée et continue à ce jour dans l'indice composite bien connu de Standard & Poor's de 500 actions. Le second est le Dow Jones Industrial Average, encore plus célèbre (le DJIA, ou «le Dow»), qui remonte à 1897; il comprend 30 sociétés, dont l'une est American Telephone & Telegraph et les 29 autres sont de grandes entreprises industrielles. [1]

TABLEAU 3-1 Principales fluctuations boursières entre 1871 et 1971

Le graphique I, présenté avec l'aimable autorisation de Standard & Poor's, illustre les fluctuations du marché de son indice de 425 actions industrielles de 1900 à 1970. (Un graphique correspondant disponible pour le DJIA sera très similaire.) Le lecteur en notera trois assez motifs distincts, couvrant chacun environ un tiers des 70 ans. Le premier se déroule de 1900 à 1924 et montre pour la plupart une série de cycles de marché assez similaires d'une durée de trois à cinq ans. L'avance annuelle au cours de cette période était en moyenne d'environ 3%. Nous passons au marché haussier «New Era», culminant en 1929, avec ses terribles séquelles d'effondrement, suivies de fluctuations assez irrégulières jusqu'en 1949. En comparant le niveau moyen de 1949 à celui de 1924, nous trouvons le taux annuel de progression à être à peine 1½%; la fin de notre deuxième période a donc trouvé le public sans enthousiasme pour les actions ordinaires. Selon la règle des contraires, le moment était venu pour le début du plus grand marché haussier de notre histoire, présenté dans le dernier tiers de notre graphique. Ce phénomène a peut-être atteint son point culminant en décembre 1968 à 118 pour les 425 industriels de Standard & Poor's (et 108 pour son composite à 500 actions). Comme le montre le tableau 3-1, il y a eu des revers assez importants entre 1949 et 1968 (en particulier en 1956-1957 et 1961-1962), mais les recouvrements ont été si rapides qu'ils ont dû être dénommés (dans la sémantique acceptée de longue date) comme récessions dans un marché haussier unique, plutôt que comme des cycles

de marché distincts. Entre le bas niveau de 162 du «Dow» au milieu de 1949 et le plus haut de 995 au début de 1966, l'avance avait été plus de six fois en 17 ans, ce qui est au taux moyen composé de 11% par an, sans compter des dividendes de, disons, 3½% par an. (La progression de l'indice composite Standard & Poor's était légèrement supérieure à celle du DJIA, en fait de 14 à 96.)

Ces retours de 14% et mieux ont été documentés en 1963, et plus tard, dans une étude très médiatisée.[* 2] Il a créé une satisfaction naturelle à Wall Street avec de si belles réalisations, et une conviction assez illogique et dangereuse que des résultats tout aussi merveilleux pourraient être attendus pour les actions ordinaires à l'avenir. Peu de gens semblent avoir été gênés par l'idée que l'ampleur même de la hausse pourrait indiquer qu'elle avait été exagérée. La baisse subséquente du plus haut de 1968 au plus bas de 1970 a été de 36% pour le composite Standard & Poor's (et de 37% pour le DJIA), la plus importante depuis que les 44% ont souffert en 1939-1942, ce qui avait reflété les périls et les incertitudes après Pearl. Port. De la manière dramatique si caractéristique de Wall Street, le bas niveau de mai 1970 a été suivi d'une reprise massive et rapide des deux moyennes, et de l'établissement d'un nouveau record historique pour les industriels de Standard & Poor's au début de 1972. Le rapport annuel le taux de progression des prix entre 1949 et 1970 s'établit à environ 9% pour le composite S&P (ou indice industriel), en utilisant les chiffres moyens des deux années. Ce taux de montée était, bien sûr, beaucoup plus élevé que pour toute période similaire avant 1950. (Mais au cours de la dernière décennie, le taux de progression était beaucoup plus faible - 5¼% pour l'indice composite S & P et seulement les 3% autrefois familiers pour le DJIA.)

Le registre des mouvements de prix devrait être complété par des chiffres correspondants pour les bénéfices et les dividendes, afin de donner une vue d'ensemble de ce qui est arrivé à notre économie d'actions au cours des dix dernières décennies. Nous présentons un tel prospectus dans notre tableau 3-2 (p. 71). Il est bon d'attendre du lecteur qu'il étudie tous ces chiffres avec soin, mais pour certains, nous espérons qu'ils seront intéressants et instructifs.

Laissez-nous les commenter comme suit: les chiffres de la décennie complète atténuent les fluctuations d'une année à l'autre et laissent une image générale d'une croissance persistante. Seulement deux des neuf décennies après la première ont enregistré une baisse des bénéfices et des prix moyens (en 1891–1900 et 1931–1940), et aucune décennie après 1900 ne montre une diminution des dividendes moyens. Mais les taux de croissance dans les trois catégories sont assez variables. En général, les performances depuis la Seconde Guerre mondiale ont été supérieures à celles des décennies précédentes, mais la progression dans les années 1960 a été moins prononcée que celle des années 1950. L'investisseur d'aujourd'hui ne peut pas dire à partir de ce record quel pourcentage de gain en dividendes sur les bénéfices et en prix il peut attendre au cours des

dix prochaines années, mais il fournit tous les encouragements dont il a besoin pour une politique cohérente d'investissement en actions ordinaires.

Cependant, il convient de souligner ici un point qui n'est pas divulgué dans notre tableau. L'année 1970 a été marquée par une nette dégradation de la situation globale des bénéfices de nos sociétés. Le taux de profit sur le capital investi est tombé au plus bas pourcentage depuis les années de la guerre mondiale. Il est également frappant de constater qu'un nombre considérable d'entreprises ont déclaré des pertes nettes pour l'année; beaucoup sont devenus «en difficulté financière» et, pour la première fois en trois décennies, il y a eu pas mal de procédures de mise en faillite importantes. Ces faits autant que tous les autres ont motivé la déclaration ci-dessus* que l'ère du grand boom a peut-être pris fin en 1969-1970.

Une caractéristique frappante du tableau 3-2 est la variation des ratios cours / bénéfices depuis la Seconde Guerre mondiale.‡ En juin 1949, l'indice composite S&P ne vendait que 6,3 fois le bénéfice applicable des 12 derniers mois; en mars 1961, le rapport était de 22,9 fois. De même, le rendement du dividende sur l'indice S & P est passé de plus de 7% en 1949 à seulement 3,0% en 1961, un contraste accentué par le fait que les taux d'intérêt sur les obligations de qualité supérieure sont passés de 2,60% à 4,50%. Il s'agit certainement du revirement le plus remarquable de l'attitude du public de toute l'histoire boursière.

Pour les personnes ayant une longue expérience et une prudence innée, le passage d'un extrême à l'autre portait un avertissement fort de troubles à venir. Ils ne pouvaient s'empêcher de penser avec appréhension au marché haussier de 1926-1929 et à ses conséquences tragiques. Mais ces craintes n'ont pas été confirmées par l'événement. Il est vrai que le prix de clôture du DJIA en 1970 était le même qu'il l'était il y a 6 ans et demi, et les «Soaring Sixties» tant annoncés se sont avérés être principalement une montée d'une série de hautes collines puis une nouvelle descente. Mais rien n'est arrivé ni aux affaires ni aux cours des actions qui peuvent se comparer au marché baissier et à la dépression de 1929-1932.

Le niveau de la bourse au début de 1972

Avec un aperçu d'un siècle d'actions, de prix, de bénéfices et de dividendes sous nos yeux, essayons de tirer quelques conclusions sur le niveau de 900 pour le DJIA et de 100 pour l'indice composite S & P en janvier 1972.

Dans chacune de nos éditions précédentes, nous avons discuté du niveau du marché boursier au moment de la rédaction, et nous nous sommes efforcés de répondre à la question de savoir s'il était trop élevé pour un achat prudent. Le lecteur pourrait trouver utile de revoir les conclusions auxquelles nous sommes parvenus à ces occasions précédentes. Ce n'est pas entièrement un exercice d'auto-punition. Il fournira une sorte de tissu de connexion qui relie les différentes étapes du marché boursier au cours des vingt dernières années et aussi une image tirée de la vie des difficultés rencontrées par quiconque essaie de porter un jugement éclairé et critique sur les niveaux actuels du marché. Reprenons d'abord le résumé des analyses de 1948, 1953 et 1959 que nous avons données dans l'édition de 1965:

En 1948, nous avons appliqué des normes conservatrices au niveau du Dow Jones de 180, et n'avons trouvé aucune difficulté à conclure que «ce n'était pas trop élevé par rapport aux valeurs sous-jacentes». Lorsque nous avons abordé ce problème en 1953, le niveau moyen du marché pour cette année-là avait atteint 275, soit un gain de plus de 50% en cinq ans. Nous nous sommes posé la même question - à savoir, «si, à notre avis, le niveau de 275 pour le Dow Jones Industrials était ou n'était pas trop élevé pour un investissement sûr.» À la lumière de la spectaculaire avancée qui a suivi, il peut sembler étrange de devoir indiquent qu'il ne nous a pas été facile de parvenir à une conclusion définitive quant à l'attrait du niveau de 1953. Nous avons dit, de manière assez positive, que «du point de vue des indications de valeur - notre principal guide d'investissement - la conclusion concernant les cours des actions de 1953 doit être favorable». Mais nous étions préoccupés par le fait qu'en 1953, les moyennes avaient progressé plus longtemps. Période que dans la plupart des marchés haussiers du passé, et que son niveau absolu était historiquement élevé. En comparant ces facteurs à notre jugement de valeur favorable, nous avons conseillé une politique prudente ou de compromis. Il s'est avéré que ce n'était pas un conseil particulièrement brillant. Un bon prophète aurait prévu que le niveau du marché devait progresser de 100% supplémentaires au cours des cinq prochaines années. Peut-être devrions-nous ajouter, pour se défendre, que peu ou pas de ceux dont les activités étaient des prévisions boursières - comme la nôtre ne l'était pas - avaient une meilleure idée que nous de ce qui nous attendait.

Au début de 1959, nous avons trouvé le DJIA à un niveau record de 584. Notre longue analyse faite de tous les points de vue peut être résumée comme suit (à partir de la page 59 de l'édition de 1959): «En somme, nous nous sentons obligés exprimer la conclusion que le niveau actuel des cours des actions est dangereux. Cela peut être dangereux car les prix sont déjà beaucoup trop élevés. Mais même si ce n'est pas le cas, l'élan du marché est tel qu'il va inévitablement le porter à des hauteurs injustifiables. Franchement, nous ne pouvons pas imaginer un marché de l'avenir dans lequel il n'y aura jamais de pertes sérieuses, et dans lequel, chaque tyro sera assuré un grand bénéfice sur ses achats d'actions. "

La prudence que nous avons exprimée en 1959 était un peu mieux justifiée par la suite que notre attitude correspondante en 1954. Pourtant, elle était loin d'être pleinement justifiée. Le DJIA est passé à 685 en 1961; est ensuite tombé un peu en dessous de notre niveau de 584 (à 566) plus tard dans l'année; repassé à 735 fin 1961; puis a décliné dans une quasi panique à 536 en mai 1962, montrant une perte de 27% en une brève période de six mois. Dans le même temps, les «actions de croissance» les plus populaires

ont connu une contraction beaucoup plus grave, comme en témoigne la chute frappante du leader incontestable, International Business Machines, qui est passée d'un sommet de 607 en décembre 1961 à un creux de 300 en juin 1962.

Cette période a vu une débâcle complète dans une multitude de nouveaux stocks communs de petites entreprises - les soi-disant émissions chaudes - qui avaient été offerts au public à des prix ridiculement élevés et avaient ensuite été poussés par des spéculations inutiles à des niveaux peu courts de fou. Beaucoup d'entre eux ont perdu 90% et plus des devis en quelques mois seulement.

L'effondrement du premier semestre de 1962 a été déconcertant, sinon désastreux, pour de nombreux spéculateurs autoproclamés et peut-être pour de nombreuses personnes plus imprudentes qui se faisaient appeler des «investisseurs». Mais le revirement qui est intervenu plus tard cette année-là était tout aussi insoupçonné de la communauté financière. . Les moyennes boursières ont repris leur cours haussier, produisant la séquence suivante:

La reprise et la nouvelle remontée des cours des actions ordinaires ont été en effet remarquables et ont créé une révision correspondante du sentiment de Wall Street. Au bas niveau de juin 1962, les prévisions semblaient principalement baissières et, après la reprise partielle jusqu'à la fin de cette année, elles étaient mitigées, penchant du côté sceptique. Mais au début de 1964, l'optimisme naturel des sociétés de courtage était de nouveau manifeste; presque toutes les prévisions étaient du côté haussier, et elles se sont donc poursuivies tout au long de l'avance de 1964.

Nous avons alors abordé la tâche d'apprécier les niveaux de novembre 1964 de la bourse (892 pour le DJIA). Après en avoir discuté savamment sous de nombreux angles, nous sommes parvenus à trois conclusions principales. La première était que «les anciennes normes (d'évaluation) semblent inapplicables; les nouvelles normes n'ont pas encore été testées par le temps. »La seconde est que l'investisseur« doit fonder sa politique sur l'existence d'incertitudes majeures. Les possibilités englobent les extrêmes, d'une part, d'une progression prolongée et plus poussée du niveau du marché - disons de 50%, ou à 1350 pour le DJIA; ou, d'autre part, d'un effondrement largement non annoncé de la même ampleur, portant la

moyenne aux alentours de, disons, 450 "(p. 63). Le troisième a été exprimé en termes beaucoup plus précis. Nous avons dit:" Parlant sans détour, si le niveau des prix 1964 est pas trop élevé comment pourrait - on dire que *tout* niveau de prix est trop élevé « Et le chapitre fermé suit comme?:

Quel cours suivre

Les investisseurs ne devraient pas conclure que le niveau du marché de 1964 est dangereux simplement parce qu'ils l'ont lu dans ce livre. Ils doivent peser notre raisonnement contre le raisonnement contraire qu'ils entendront des personnes les plus compétentes et expérimentées de Wall Street. En fin de compte, chacun doit prendre sa propre décision et en assumer la responsabilité. Nous suggérons cependant que si l'investisseur doute de la voie à suivre, il devrait choisir la voie de la prudence. Les principes d'investissement, tels qu'ils sont énoncés dans les présentes, exigeraient la politique suivante dans les conditions de 1964, par ordre d'urgence:

1. Aucun emprunt pour acheter ou détenir des titres.

2. Aucune augmentation de la proportion de fonds détenus en actions ordinaires.

3. Une réduction des avoirs en actions ordinaires si nécessaire pour la ramener à un maximum de 50% du portefeuille total. L'impôt sur les plus-values doit être payé de la meilleure grâce possible et le produit doit être investi dans des obligations de première qualité ou détenu en tant que dépôt d'épargne.

Les investisseurs qui, depuis un certain temps, suivent un plan d'étalement des coûts de bonne foi peuvent en toute logique choisir soit de poursuivre leurs achats périodiques inchangés, soit de les suspendre jusqu'à ce qu'ils sentent que le niveau du marché n'est plus dangereux. Nous devrions déconseiller assez fortement l'instauration d'un nouveau plan d'étalement du dollar aux niveaux de la fin de 1964, car de nombreux investisseurs n'auraient pas l'endurance nécessaire pour poursuivre un tel système si les résultats peu après l'ouverture devaient apparaître très défavorables.

Cette fois, nous pouvons dire que notre prudence a été justifiée. Le DJIA a encore progressé d'environ 11%, à 995, mais est ensuite tombé irrégulièrement à un plus bas de 632 en 1970, et a terminé cette année-là à 839. Le même genre de débâcle a eu lieu dans le prix des «problèmes chauds», c'est-à-dire avec des baisses 90% - comme cela s'était produit lors

du revers de 1961-1962. Et, comme indiqué dans l'introduction, la situation financière dans son ensemble semble avoir évolué vers moins d'enthousiasme et plus de doutes. Un seul fait peut résumer l'histoire: le DJIA a fermé 1970 à un niveau inférieur à six ans auparavant - la première fois qu'une telle chose s'était produite depuis 1944.

Tels étaient nos efforts pour évaluer les anciens niveaux boursiers. Y a-t-il quelque chose que nous et nos lecteurs pouvons apprendre d'eux? Nous avons considéré le niveau de marché favorable aux investissements en 1948 et 1953 (mais trop prudemment la dernière année), «dangereux» en 1959 (à 584 pour DJIA), et «trop élevé» (à 892) en 1964. Tous ces jugements pourrait être défendue même aujourd'hui par des arguments adroits. Mais il est douteux qu'ils aient été aussi utiles que nos conseillers plus piétons - en faveur d'une politique d'actions communes cohérente et contrôlée d'une part, et décourageant les efforts pour «battre le marché» ou pour «choisir les gagnants» sur le marché. autre.

Néanmoins, nous pensons que nos lecteurs pourraient tirer un avantage d'une nouvelle considération du niveau du marché boursier - cette fois à la fin de 1971 - même si ce que nous avons à dire s'avérera plus intéressant que pratiquement utile, ou plus indicatif que concluant. Il y a un beau passage vers le début de l' *éthique* d'Aristote qui dit: «C'est la marque d'un esprit instruit de s'attendre à cette quantité d'exactitude que la nature du sujet particulier admet. Il est également déraisonnable d'accepter des conclusions simplement probables d'un mathématicien et d'exiger une démonstration stricte d'un orateur. »Le travail d'un analyste financier se situe quelque part entre celui d'un mathématicien et celui d'un orateur.

À divers moments en 1971, le Dow Jones Industrial Average se situait au niveau de 892 de novembre 1964 que nous avions envisagé dans notre édition précédente. Mais dans la présente étude statistique, nous avons décidé d'utiliser le niveau des prix et les données associées pour l'indice composite Standard & Poor's (ou S & P 500), car il est plus complet et représentatif du marché général que le DJIA 30 actions . Nous nous concentrerons sur une comparaison de ce matériel près des quatre dates de nos éditions précédentes - à savoir les fins d'année de 1948, 1953, 1958 et 1963 - plus 1968; pour le niveau de prix actuel, nous prendrons le chiffre pratique de 100, qui a été enregistré à divers moments en 1971 et au début de 1972. Les données saillantes sont présentées dans le tableau 3-3. Pour nos chiffres de bénéfices, nous présentons à la fois les résultats de l'année dernière et la moyenne de trois années civiles; pour les dividendes de 1971, nous utilisons les chiffres des douze derniers mois; et pour 1971, les intérêts des obligations et les prix de gros sont ceux d'août 1971.

Le rapport cours / bénéfice sur 3 ans du marché était plus faible en octobre 1971 qu'à la fin de 1963 et 1968. Il était à peu près le même qu'en 1958, mais beaucoup plus élevé que dans les premières années du marché haussier. Cet indicateur important, pris isolément, ne pouvait pas être interprété comme indiquant que le marché était particulièrement élevé en janvier 1972. Mais lorsque le rendement des intérêts sur les obligations de qualité supérieure est mis en scène, les implications deviennent beaucoup moins favorables. Le lecteur notera de notre tableau que le rapport des rendements boursiers (bénéfices / prix) aux rendements obligataires s'est aggravé pendant toute la période, de sorte que le chiffre de janvier 1972 était moins favorable aux actions, selon ce critère, que dans années précédentes examinées. Lorsque les rendements des dividendes sont comparés aux rendements des obligations, nous constatons que la relation s'est complètement inversée entre 1948 et 1972. Au début de l'année, les actions ont rapporté deux fois plus que les obligations; désormais, les obligations rapportent deux fois plus et plus que les actions.

Notre jugement final est que la variation défavorable du rapport rendement obligataire / rendement des actions compense entièrement le meilleur rapport cours / bénéfice pour la fin de 1971, sur la base des

chiffres des bénéfices sur 3 ans. Par conséquent, notre point de vue sur le niveau du marché au début de 1972 aurait tendance à être le même qu'il y a environ 7 ans, c'est-à-dire qu'il est peu attrayant du point de vue de l'investissement conservateur. (Cela s'appliquerait à la plupart de la fourchette de prix 1971 du DJIA: entre, disons, 800 et 950.)

En termes de fluctuations historiques du marché, le tableau de 1971 semble toujours être celui d'une reprise irrégulière après le mauvais revers subi en 1969–1970. Dans le passé, ces reprises ont inauguré une nouvelle étape du marché haussier récurrent et persistant qui a commencé en 1949. (C'était ce que Wall Street attendait généralement en 1971.) Après la terrible expérience vécue par les acheteurs publics de produits ordinaires de faible qualité -offre de stock dans le cycle 1968-1970, il est trop tôt (en 1971) pour un autre tourbillon du manège de la nouvelle émission. Par conséquent, ce signe fiable de danger imminent sur le marché fait actuellement défaut, comme il l'était au niveau 892 du DJIA en novembre 1964, considéré dans notre édition précédente. Techniquement, les perspectives semblent donc favoriser une nouvelle hausse substantielle bien au-delà du niveau de 900 DJIA avant le prochain sérieux revers ou effondrement. Mais nous ne pouvons pas en rester là, comme nous le devrions peut-être. Pour nous, le mépris du marché au début de 1971 des expériences déchirantes de moins d'un an auparavant est un signe inquiétant. Une telle insouciance peut-elle rester impunie? Nous pensons que l'investisseur doit être prêt pour les temps difficiles à venir - peut-être sous la forme d'une reprise assez rapide de la baisse de 1969-1970, ou peut-être sous la forme d'une autre flambée du marché haussier, suivie d'un effondrement plus catastrophique. [3]

Quel cours suivre

Revenons à ce que nous avons dit dans la dernière édition, reproduit à la p. 75. C'est notre point de vue au même niveau de prix - disons 900 - pour le DJIA au début de 1972 qu'à la fin de 1964.

Commentaire sur le chapitre 3

> Vous devez être prudent si vous ne savez pas où vous allez, car vous pourriez ne pas y arriver.
>
> —*Yogi Berra*

Bull-Market Baloney

Dans ce chapitre, Graham montre à quel point il peut être prophétique. Il regarde deux ans en avant, prévoyant le marché baissier «catastrophique» de 1973-1974, dans lequel les actions américaines ont perdu 37% de leur valeur.[1] Il a l' air aussi plus de deux décennies dans l'avenir, éviscération la logique des gourous du marché et des livres les plus vendus qui étaient même pas à l'horizon dans sa vie.

Le cœur de l'argument de Graham est que l'investisseur intelligent ne doit jamais prévoir l'avenir exclusivement en extrapolant le passé. Malheureusement, c'est exactement l'erreur qu'un expert après l'autre a commise dans les années 1990. Un flot de livres haussiers a suivi les *Stocks for the Long Run du* professeur de finance de Wharton (1994) - qui ont culminé, dans un crescendo sauvage, avec James Glassman et le *Dow 36,000 de* Kevin Hassett *,* le *Dow 40,000 de* David Elias et le *Dow 100,000 de* Charles Kadlec (tous publiés) en 1999). Les prévisionnistes ont fait valoir que les actions avaient retourné une moyenne annuelle de 7% après l'inflation depuis 1802. Par conséquent, ils ont conclu que c'est ce à quoi les investisseurs devraient s'attendre à l'avenir.

Certains taureaux sont allés plus loin. Étant donné que les actions ont «toujours» battu les obligations sur une période d'au moins 30 ans, les actions doivent être moins risquées que les obligations ou même les espèces en banque. Et si vous pouvez éliminer tous les risques de posséder des actions simplement en vous y accrochant assez longtemps, alors pourquoi ergoter sur le montant que vous payez pour eux en premier lieu? (Pour savoir pourquoi, voir l'encadré à la p. 82.)

En 1999 et au début de 2000, le baloney bull-market était partout:

- Le 7 décembre 1999, Kevin Landis, gestionnaire de portefeuille des fonds communs de placement Firsthand, est apparu sur la *chaîne* télévisée *Moneyline* de CNN . Lorsqu'on lui a demandé si les actions des télécommunications sans fil étaient surévaluées - avec de nombreuses transactions à des multiples infinis de leurs bénéfices - Landis avait une réponse toute prête. "Ce n'est pas une manie", rétorqua-t-il. «Regardez la croissance pure et simple, la valeur absolue de la croissance. C'est gros."

- Le 18 janvier 2000, Robert Froelich, stratège en chef des investissements chez Kemper Funds, a déclaré dans le *Wall Street Journal:* «C'est un nouvel ordre mondial. Nous voyons des gens abandonner toutes les bonnes entreprises avec toutes les bonnes

personnes avec la bonne vision parce que le cours de leurs actions est trop élevé - c'est la pire erreur qu'un investisseur puisse faire. »

- Dans le numéro du 10 avril 2000 de *BusinessWeek,* Jeffrey M. Applegate, alors stratège en chef des investissements chez Lehman Brothers, a demandé rhétoriquement: «La Bourse est-elle plus risquée aujourd'hui qu'il y a deux ans simplement parce que les cours sont plus élevés? La réponse est *non.* "

Mais la réponse est *oui.* Ça l'a toujours été. Ce sera toujours le cas.

Et lorsque Graham a demandé: «Une telle insouciance peut-elle rester impunie?», Il savait que la réponse éternelle à cette question était *non.* Comme un dieu grec enragé, le marché boursier a écrasé tous ceux qui en étaient venus à croire que les rendements élevés de la fin des années 1990 étaient une sorte de droit divin. Regardez comment ces prévisions de Landis, Froelich et Applegate ont tenu le coup:

- De 2000 à 2002, le plus stable des stocks de téléphones sans fil pour animaux de compagnie de Landis, Nokia, n'a perdu «que» 67%, tandis que le pire, Winstar Communications, a perdu 99,9%.
- Les actions préférées de Froelich - Cisco Systems et Motorola - ont chuté de plus de 70% à la fin de 2002. Les investisseurs ont perdu plus de 400 milliards de dollars rien que sur Cisco - plus que la production économique annuelle de Hong Kong, Israël, du Koweït et de Singapour réunis.
- En avril 2000, quand Applegate a posé sa question rhétorique, le Dow Jones Industrials s'élevait à 11 187; l'indice composite NASDAQ était à 4446. À la fin de 2002, le Dow oscillait autour du niveau de 8 300, tandis que le NASDAQ avait flétri à environ 1300, supprimant tous ses gains au cours des six années précédentes.

SURVIE DU FATTEST

Il y avait une faille fatale dans l'argument selon lequel les actions ont «toujours» battu les obligations à long terme: des chiffres fiables avant 1871 n'existent pas. Les indices utilisés pour représenter les premiers rendements du marché boursier américain contiennent aussi peu que sept (oui, 7!) Actions.[1] En 1800, cependant, il y avait quelque 300 entreprises en Amérique (dont beaucoup dans les équivalents jeffersoniens d'Internet: des autoroutes et des canaux en bois). La plupart ont fait faillite et leurs investisseurs ont perdu leur culotte.

Mais les indices boursiers ignorent toutes les sociétés qui ont fait faillite au cours de ces premières années, un problème techniquement connu sous le nom de «biais de survie». Ainsi, ces indices surestiment énormément les résultats obtenus par les investisseurs réels - qui n'avaient pas le recul 20/20 nécessaire pour savoir exactement sept actions à acheter. Une poignée de sociétés isolées, dont Bank of New York et JP Morgan Chase, n'ont cessé de prospérer depuis les années 1790. Mais pour tous ces survivants miraculeux, il y a eu des milliers de catastrophes financières comme la Dismal Swamp Canal Co., la Pennsylvania Cultivation of Vines Co. et la Snickers's Gap Turn-pike Co. - toutes omises des indices boursiers «historiques».

Les données de Jeremy Siegel montrent qu'après l'inflation, de 1802 à 1870, les actions ont gagné 7,0% par an, les obligations 4,8% et la trésorerie 5,1%. Mais Elroy Dimson et ses collègues de la London Business School estiment que les rendements boursiers d'avant 1871 sont surévalués d'au moins deux points de pourcentage par an.[2] Dans le monde réel, alors, les stocks n'a pas fait mieux que les liquidités et les obligations et peut - être un peu pire. Quiconque prétend que le record à long terme «prouve» que les actions sont garanties de surperformer les obligations ou les espèces est un ignorant.

Plus ils montent, plus ils tombent fort

En tant qu'antidote durable à ce genre de balivernes sur le marché haussier, Graham exhorte l'investisseur intelligent à poser des questions simples et sceptiques. Pourquoi les rendements futurs des actions devraient-ils toujours être les mêmes que leurs rendements passés? Lorsque chaque investisseur en vient à croire que les actions sont garanties de gagner de l'argent à long terme, le marché ne finira-t-il pas par être excessivement cher? Et une fois que cela se produit, comment les rendements futurs peuvent-ils être élevés?

Les réponses de Graham, comme toujours, sont enracinées dans la logique et le bon sens. La valeur de tout investissement est, et doit toujours être, fonction du prix que vous en payez. À la fin des années 90, l'inflation fléchissait, les bénéfices des entreprises semblaient exploser et la plupart du monde était en paix. Mais cela ne signifiait pas - ni ne pouvait jamais signifier - que les actions valaient la peine d'être achetées *à n'importe quel prix.* Étant donné que les bénéfices que les entreprises peuvent gagner sont limités, le prix que les investisseurs devraient être disposés à payer pour les actions doit également être fini.

Pensez-y de cette façon: Michael Jordan a peut-être été le plus grand joueur de basket-ball de tous les temps, et il a attiré les fans dans le stade de Chicago comme un électro-aimant géant. Les Chicago Bulls ont obtenu une bonne affaire en versant à la Jordanie jusqu'à 34 millions de dollars par an pour faire rebondir une grosse balle de cuir autour d'un plancher en bois. Mais cela ne signifie pas que les Bulls auraient été justifiés de lui payer 340 millions de dollars, soit 3,4 milliards de dollars, ou 34 milliards de dollars, par saison.

Les limites de l'optimisme

Se concentrer sur les rendements récents du marché lorsqu'ils ont été roses, prévient Graham, conduira à «une conclusion assez illogique et dangereuse que des résultats tout aussi merveilleux pourraient être attendus pour les actions ordinaires à l'avenir». De 1995 à 1999, alors que le marché augmentait de au moins 20% chaque année - une augmentation sans précédent dans l'histoire américaine - les acheteurs d'actions sont devenus de plus en plus optimistes:

- Au milieu de 1998, les investisseurs interrogés par la Gallup Organization pour la société de courtage PaineWebber s'attendaient à ce que leurs portefeuilles gagnent en moyenne environ 13% au cours de l'année à venir. Au début de 2000, leur rendement moyen attendu avait grimpé à plus de 18%.

- Les «professionnels sophistiqués» étaient tout aussi optimistes, détournant leurs propres hypothèses de rendements futurs. En 2001, par exemple, SBC Communications a augmenté le rendement prévu de son régime de retraite de 8,5% à 9,5%. En 2002, le taux de rendement moyen présumé des régimes de retraite des sociétés de l'indice Standard & Poor's à 500 actions avait atteint un niveau record de 9,2%.

  - Un suivi rapide montre les terribles conséquences d'un excès d'enthousiasme:

- Gallup a constaté en 2001 et 2002 que l'espérance moyenne de rendement sur un an des actions avait chuté à 7%, même si les investisseurs pouvaient désormais acheter à des prix près de 50% inférieurs à ceux de 2000.[2]

- Ces hypothèses fictives sur les rendements de leurs régimes de retraite coûteront aux entreprises du S & P 500 un minimum de 32

milliards de dollars entre 2002 et 2004, selon de récentes estimations de Wall Street.

Même si les investisseurs savent tous qu'ils sont censés acheter bas et vendre haut, dans la pratique, ils finissent souvent par le faire à l'envers. L'avertissement de Graham dans ce chapitre est simple: «Par la règle des contraires», plus les investisseurs sont enthousiastes à propos du marché boursier à long terme, plus ils sont certains qu'ils doivent se tromper à court terme. Le 24 mars 2000, la valeur totale du marché boursier américain a culminé à 14,75 billions de dollars. Le 9 octobre 2002, à peine 30 mois plus tard, le marché boursier américain total valait 7,34 billions de dollars, soit 50,2% de moins, soit une perte de 7,41 billions de dollars. Pendant ce temps, de nombreux experts du marché sont devenus aigrement baissiers, prévoyant des rendements du marché stables voire négatifs pour les années, voire les décennies à venir.

À ce stade, Graham poserait une question simple: Compte tenu de la façon dont les «experts» se sont trompés la dernière fois qu'ils se sont mis d'accord sur quelque chose, pourquoi diable l'investisseur intelligent devrait-il les croire maintenant?

Et après?

Au lieu de cela, éliminons le bruit et pensons aux rendements futurs comme Graham pourrait le faire. La performance du marché boursier dépend de trois facteurs:

- croissance réelle (hausse des bénéfices et dividendes des entreprises)
- croissance inflationniste (hausse générale des prix dans l'ensemble de l'économie)
- croissance spéculative - ou déclin (toute augmentation ou diminution de l'appétit du public investisseur pour les actions)

À long terme, la croissance annuelle du bénéfice par action des sociétés a été en moyenne de 1,5% à 2% (sans tenir compte de l'inflation).[3] Début 2003, l'inflation tournait autour de 2,4% par an; le rendement du dividende sur actions a été de 1,9%. Donc,

À long terme, cela signifie que vous pouvez raisonnablement vous attendre à ce que les actions atteignent en moyenne un rendement d'environ 6% (ou 4% après inflation). Si le public investisseur redevient gourmand et renvoie des actions en orbite, cette fièvre spéculative entraînera temporairement des rendements plus élevés. Si, au contraire, les investisseurs sont pleins de peur, comme ils l'étaient dans les années 30 et 70, les rendements des actions vont temporairement baisser. (C'est là que nous en sommes en 2003.)

Robert Shiller, professeur de finance à l'Université de Yale, a déclaré que Graham a inspiré son approche de l'évaluation: Shiller compare le prix actuel de l'indice Standard & Poor's 500-stock avec les bénéfices moyens des entreprises au cours des 10 dernières années (après l'inflation). En parcourant le record historique, Shiller a montré que lorsque son ratio dépasse largement 20, le marché affiche généralement de mauvais rendements par la suite; quand il descend bien en dessous de 10, les actions produisent généralement de beaux gains sur la route. Au début de 2003, selon les calculs de Shiller, les actions étaient évaluées à environ 22,8 fois les gains moyens ajustés en fonction de l'inflation de la dernière décennie - toujours dans la zone de danger, mais bien en deçà de leur niveau dément de 44,2 fois les bénéfices en décembre 1999.

Comment le marché a-t-il évolué dans le passé lorsqu'il était à un prix proche des niveaux actuels? La figure 3-1 montre les périodes précédentes où les stocks étaient à des sommets similaires et comment ils se sont comportés au cours des 10 années qui ont suivi:

FIGURE 3-1

Sources: http://aida.econ.yale.edu/˜shiller/data/ie_data.htm; Jack Wilson et Charles Jones, «Une analyse de l'indice S & P 500 et des extensions de Cowles: indice des prix et rendements boursiers, 1870–1999», *The Journal of Business,* vol. 75, non. 3, juillet 2002, p. 527–529; Ibbotson Associates.

Notes: Le rapport cours / bénéfice est un calcul de Shiller (bénéfice réel moyen sur 10 ans de l'indice boursier S & P 500 divisé par la valeur de l'indice au 31 décembre). Le rendement total est la moyenne annuelle nominale.

Ainsi, à partir de niveaux de valorisation similaires à ceux du début 2003, le marché boursier s'est parfois très bien comporté au cours des 10 années suivantes, parfois mal, et embrouillé le reste du temps. Je pense que Graham, toujours conservateur, partagerait la différence entre les rendements passés les plus bas et les plus élevés et prévoit qu'au cours de la prochaine décennie, les actions gagneront environ 6% par an, ou 4% après l'inflation. (Fait intéressant, cette projection correspond à l'estimation que nous avons obtenue plus tôt lorsque nous avons additionné la croissance réelle, la croissance inflationniste et la croissance spéculative.) Par rapport aux années 1990, 6% sont des aliments pour poulets. Mais c'est une moustache meilleure que les gains que les obligations sont susceptibles de produire - et une raison suffisante pour que la plupart des investisseurs s'accrochent aux actions dans le cadre d'un portefeuille diversifié.

Mais il y a une deuxième leçon dans l'approche de Graham. La seule chose dont vous pouvez être sûr lors de la prévision des futurs rendements boursiers, c'est que vous vous tromperez probablement. La seule vérité incontestable que le passé nous enseigne est que l'avenir nous surprendra toujours - toujours! Et le corollaire de cette loi de l'histoire financière est que les marchés surprendront le plus brutalement ceux-là mêmes qui sont les plus certains que leurs opinions sur l'avenir sont exactes. Rester humble au sujet de vos pouvoirs de prévision, comme l'a fait Graham, vous empêchera de trop risquer une vision de l'avenir qui pourrait bien se révéler fausse.

Donc, par tous les moyens, vous devriez réduire vos attentes, mais faites attention à ne pas déprimer votre esprit. Pour l'investisseur intelligent, l'espoir jaillit toujours éternellement, car *il le devrait.* Sur les marchés financiers, plus le futur est mauvais, mieux il se révèle généralement. Un cynique a dit un jour à GK Chesterton, le romancier et essayiste britannique: «Béni soit celui qui n'attend rien, car il ne sera pas déçu.» Réplique de Chesterton? "Béni soit celui qui n'attend rien, car il jouira de tout."

Chapitre 4
Politique générale du portefeuille: l'investisseur défensif

T il les caractéristiques de base d'un portefeuille d'investissement sont généralement déterminées par la position et les caractéristiques du ou des propriétaires. À un extrême, nous avons eu des caisses d'épargne, des compagnies d'assurance-vie et des soi-disant fonds fiduciaires juridiques. Il y a une génération, leurs investissements étaient limités par la loi dans de nombreux États aux obligations de qualité supérieure et, dans certains cas, aux actions privilégiées de qualité supérieure. À l'autre extrême, nous avons l'homme d'affaires aisé et expérimenté, qui inclura tout type d'obligation ou d'actions dans sa liste de titres à condition qu'il le considère comme un achat attrayant.

C'est un principe ancien et solide que ceux qui ne peuvent pas se permettre de prendre des risques devraient se contenter d'un rendement relativement faible sur leurs fonds investis. À partir de là, s'est développée la notion générale que le taux de rendement que l'investisseur devrait viser est plus ou moins proportionnel au degré de risque qu'il est prêt à courir. Notre point de vue est différent. Le taux de rendement recherché devrait plutôt dépendre de la quantité d'efforts intelligents que l'investisseur est disposé et capable de mettre à exécution dans sa tâche. Le rendement minimum revient à notre investisseur passif, qui veut à la fois la sécurité et l'absence de souci. Le rendement maximal serait réalisé par l'investisseur alerte et entreprenant qui exerce un maximum d'intelligence et de compétence. En 1965, nous avons ajouté: «Dans de nombreux cas, il peut y avoir moins de risque réel associé à l'achat d'une« question de négocier »offrant la possibilité d'un profit important qu'avec un achat d'obligations conventionnelles rapportant environ 4½%.» Cette déclaration avait plus de vérité en elle que nous le pensions nous-mêmes, car les années suivantes, même les meilleures obligations à long terme ont perdu une partie substantielle de leur valeur de marché en raison de la hausse des taux d'intérêt.

Le problème fondamental de l'allocation d'obligations

Nous avons déjà décrit brièvement la politique de portefeuille de l'investisseur défensif.* Il devrait répartir ses fonds entre les obligations de haute qualité et les actions ordinaires de haute qualité.

Nous avons suggéré comme règle directrice fondamentale que l'investisseur ne devrait jamais avoir moins de 25% ou plus de 75% de ses fonds en actions ordinaires, avec une fourchette inverse conséquente comprise entre 75% et 25% en obligations. Il y a une implication ici que la division standard devrait être égale, ou 50–50, entre les deux principaux moyens d'investissement. Selon la tradition, la raison valable d'augmenter le pourcentage des actions ordinaires serait l'apparition des niveaux de «prix d'aubaine» créés dans un marché baissier prolongé. À l'inverse, une procédure saine nécessiterait de réduire la part des actions ordinaires en dessous de 50% lorsque, de l'avis de l'investisseur, le niveau du marché est devenu dangereusement élevé.

Ces maximes de cahier ont toujours été faciles à énoncer et toujours difficiles à suivre, car elles vont à l'encontre de la nature très humaine qui produit les excès des marchés haussiers et baissiers. C'est presque une contradiction en termes de suggérer comme une politique réalisable pour l' actionnaire *moyen* qu'il allège ses avoirs lorsque le marché progresse au-delà d'un certain point et y ajoute après une baisse correspondante. C'est parce que l'homme moyen opère et doit apparemment opérer de façon opposée que nous avons connu les grandes avancées et les effondrements du passé; et - cet auteur le pense - nous les aurons probablement à l'avenir.

Si la division entre l'investissement et les opérations spéculatives était aussi claire maintenant qu'elle l'était auparavant, nous pourrions être en mesure d'envisager les investisseurs comme un groupe habile et expérimenté qui vend à des spéculateurs insouciants et malchanceux à des prix élevés et les rachète à des niveaux déprimés . Cette image a peut-être eu une certaine similitude dans les jours passés, mais il est difficile de l'identifier avec les développements financiers depuis 1949. Rien n'indique que des opérations professionnelles telles que celles des fonds communs de placement aient été menées de cette manière. Le pourcentage du portefeuille détenu en actions par les deux principaux types de fonds - «équilibré» et «actions ordinaires» - a très peu changé d'une année à l'autre. Leurs activités de vente ont été largement liées aux efforts visant à passer de positions moins prometteuses à des positions plus prometteuses.

Si, comme nous le croyons depuis longtemps, le marché boursier a perdu le contact avec ses anciennes limites, et si de nouvelles limites n'ont pas encore été établies, nous ne pouvons donner à l'investisseur aucune

règle fiable permettant de réduire ses avoirs en actions ordinaires vers les 25 % minimum et reconstruisez-les plus tard au maximum de 75%. Nous pouvons insister sur le fait qu'en général, l'investisseur ne devrait pas détenir plus de la moitié des actions à moins qu'il n'ait une forte confiance dans la solidité de sa position boursière et soit sûr qu'il pourrait voir un déclin du marché du type 1969–70 avec équanimité. Il est difficile pour nous de voir comment une confiance aussi forte peut être justifiée aux niveaux existant au début de 1972. Nous déconseillons donc pour le moment une répartition supérieure à 50% aux stocks communs. Mais, pour des raisons complémentaires, il est presque aussi difficile de conseiller une réduction du chiffre bien en dessous de 50%, à moins que l'investisseur ne s'inquiète *dans sa propre opinion* du niveau actuel du marché, et se contentera également de limiter sa participation à tout autre atteindre, disons, 25% de ses fonds totaux.

Nous sommes ainsi amenés à proposer à la plupart de nos lecteurs ce qui peut apparaître comme une formule 50-50 simplifiée à l'extrême. Selon ce plan, la règle directrice est de maintenir autant que possible une répartition égale entre les obligations et les actions. Lorsque les variations du niveau du marché ont porté la composante actions ordinaires à, disons, 55%, le solde serait rétabli par la vente d'un onzième du portefeuille d'actions et le transfert du produit en obligations. À l'inverse, une baisse de la proportion d'actions ordinaires à 45% nécessiterait l'utilisation d'un onzième du fonds obligataire pour acheter des actions supplémentaires.

L'Université de Yale a suivi un plan quelque peu similaire pendant un certain nombre d'années après 1937, mais il était axé sur une «détention normale» de 35% des actions ordinaires. Cependant, au début des années 1950, Yale semble avoir renoncé à sa formule autrefois célèbre et détenait en 1969 61% de son portefeuille en actions (y compris certains convertibles). (À cette époque, les fonds de dotation de 71 de ces institutions, totalisant 7,6 milliards de dollars, détenaient 60,3% des actions ordinaires.) L'exemple de Yale illustre l'effet presque mortel de la grande avancée du marché sur l' *approche de la formule* autrefois populaire en *matière* d'investissement. Néanmoins, nous sommes convaincus que notre version 50-50 de cette approche est logique pour l'investisseur défensif. C'est extrêmement simple; il vise incontestablement dans la bonne direction; cela donne au suiveur le sentiment qu'il fait au moins quelques mouvements en réponse à l'évolution du marché; plus important encore, cela l'empêchera d'être attiré de plus en plus dans les actions ordinaires à mesure que le marché atteint des sommets de plus en plus dangereux.

En outre, un investisseur vraiment conservateur sera satisfait des gains enregistrés sur la moitié de son portefeuille dans un marché en hausse, tandis que dans un déclin sévère, il peut tirer beaucoup de réconfort de refléter à quel point il est mieux que beaucoup de ses amis les plus aventureux.

Bien que notre division 50–50 proposée soit sans aucun doute le «programme tout usage» le plus simple à prévoir, il se peut qu'il ne soit pas le meilleur en termes de résultats obtenus. (Bien sûr, aucune approche, mécanique ou autre, ne peut être avancée avec une assurance qu'elle fonctionnera mieux qu'une autre.) Le rendement du revenu beaucoup plus élevé désormais offert par les bonnes obligations que par les actions représentatives est un puissant argument pour favoriser la composante obligataire . Le choix de l'investisseur entre 50% ou un chiffre inférieur dans les actions pourrait bien reposer principalement sur son tempérament et son attitude. S'il peut agir comme un peseur de sang froid de la cote, il serait susceptible de favoriser la faible composante de 25% des actions à ce moment, avec l'idée d'attendre que le rendement du dividende de DJIA soit, disons, les deux tiers de l'obligation avant d'établir sa division médiane 50–50 entre les obligations et les actions. À partir de 900 pour le DJIA et des dividendes de 36 $ sur l'unité, cela nécessiterait soit une baisse des rendements des obligations imposables de 7½% à environ 5,5% sans aucun changement dans le rendement actuel des principales actions, soit une baisse du DJIA au fur et à mesure. aussi bas que 660 s'il n'y a pas de réduction des rendements obligataires et pas d'augmentation des dividendes. Une combinaison de changements intermédiaires pourrait produire le même «point d'achat». Un programme de ce type n'est pas particulièrement compliqué; le plus difficile est de l'adopter et de s'y tenir sans parler de la possibilité qu'il se révèle beaucoup trop conservateur.

La composante obligataire

Le choix des émissions dans la composante obligataire du portefeuille de l'investisseur s'articulera autour de deux questions principales: Doit-il acheter des obligations imposables ou libres d'impôt, et devrait-il acheter des échéances à plus ou moins long terme? La décision fiscale doit être principalement une question d'arithmétique, en tenant compte de la différence de rendement par rapport à la tranche d'imposition de l'investisseur. En janvier 1972, le choix des échéances à 20 ans était entre l'obtention, par exemple, de 7½% sur les obligations de sociétés de «grade Aa» et de 5,3% sur les émissions préférentielles non imposables. (Le terme «municipaux» est généralement appliqué à toutes les espèces d'obligations exonérées d'impôt, y compris les obligations de l'État.) Il y a donc eu pour

cette échéance une perte de revenu d'environ 30% en passant du domaine de l'entreprise au domaine municipal. Par conséquent, si l'investisseur était dans une tranche d'imposition maximale supérieure à 30%, il aurait une économie nette après impôts en choisissant les obligations municipales; l'inverse, si son impôt maximum était inférieur à 30%. Une personne seule commence à payer un taux de 30% lorsque son revenu après déductions dépasse 10 000 $; pour un couple marié, le taux s'applique lorsque le revenu imposable combiné dépasse 20 000 $. Il est évident qu'une grande proportion d'investisseurs individuels obtiendraient un rendement après impôt plus élevé de la part de bonnes municipalités que de bonnes obligations de sociétés.

Le choix d'échéances plus longues par rapport à des échéances plus courtes implique une question bien différente, à savoir: l'investisseur veut-il s'assurer contre une baisse du prix de ses obligations, mais au prix (1) d'un rendement annuel inférieur et (2) d'une perte de la possibilité d'un *gain* appréciable en valeur principale? Nous pensons qu'il est préférable de discuter de cette question dans le chapitre 8, L'investisseur et les fluctuations du marché.

Pendant de nombreuses années dans le passé, les seuls achats d'obligations raisonnables pour les particuliers ont été les émissions d'épargne américaines. Leur sécurité était - et est - incontestée; ils ont donné un rendement supérieur à celui d'autres investissements obligataires de première qualité; ils avaient une option de remboursement et d'autres privilèges qui ont considérablement accru leur attractivité. Dans nos éditions précédentes, nous avions un chapitre entier intitulé «Obligations d'épargne américaines: une aubaine pour les investisseurs».

Comme nous le ferons remarquer, les obligations d'épargne américaines possèdent toujours certains avantages uniques qui en font un achat approprié pour tout investisseur individuel. Pour l'homme au capital modeste - avec, par exemple, pas plus de 10 000 $ à mettre en obligations - nous pensons qu'ils sont toujours le choix le plus facile et le meilleur. Mais ceux qui ont des fonds plus importants peuvent trouver d'autres médiums plus souhaitables.

Énumérons quelques grands types d'obligations qui méritent l'attention des investisseurs et discutons-en brièvement en ce qui concerne la description générale, la sécurité, le rendement, le prix du marché, le risque, le statut fiscal et d'autres caractéristiques.

1. OBLIGATIONS D'ÉPARGNE DES ÉTATS-UNIS, SÉRIE E ET SÉRIE H.Nous résumerons d'abord leurs dispositions importantes, puis

discuterons brièvement des nombreux avantages de ces investissements uniques, attrayants et extrêmement pratiques. Les obligations de série H paient des intérêts semestriellement, tout comme les autres obligations. Le taux est de 4,29% pour la première année, puis fixe de 5,10% pour les neuf prochaines années jusqu'à l'échéance. Les intérêts sur les obligations de série E ne sont pas payés, mais reviennent au porteur par le biais d'une augmentation de la valeur de rachat. Les obligations sont vendues à 75% de leur valeur nominale et viennent à échéance à 100% en 5 ans 10 mois après l'achat. S'il est détenu jusqu'à l'échéance, le rendement s'établit à 5%, composé semestriellement. S'il est remboursé plus tôt, le rendement passe d'un minimum de 4,01% la première année à une moyenne de 5,20% au cours des 45/6 prochaines années.

Les intérêts sur les obligations sont soumis à l'impôt fédéral sur le revenu, mais sont exonérés de l'impôt sur le revenu de l'État. Toutefois, l'impôt sur le revenu fédéral sur les obligations de série E peut être payé au gré du porteur soit annuellement au fur et à mesure que les intérêts s'accumulent (grâce à une valeur de remboursement plus élevée), soit tant que l'obligation n'a pas été effectivement cédée.

Les propriétaires d'obligations de série E peuvent les encaisser à tout moment (peu de temps après l'achat) à leur valeur de rachat actuelle. Les détenteurs d'obligations de série H ont les mêmes droits de les encaisser à leur valeur nominale (coût). Les obligations de série E sont échangeables contre des obligations de série H, avec certains avantages fiscaux. Les obligations perdues, détruites ou volées peuvent être remplacées sans frais. Les achats annuels sont limités, mais des dispositions libérales sur la copropriété des membres de la famille permettent à la plupart des investisseurs d'en acheter autant qu'ils le peuvent. *Commentaire:* Il n'y a aucun autre investissement qui combine (1) une assurance absolue des paiements du principal et des intérêts, (2) le droit d'exiger un remboursement intégral à tout moment, et (3) la garantie d'un taux d'intérêt d'au moins 5% pour au moins dix ans. Les détenteurs des émissions précédentes d'obligations de série E ont eu le droit de prolonger leurs obligations à l'échéance et donc de continuer à accumuler des valeurs annuelles à des taux successivement plus élevés. Le report des paiements d'impôt sur le revenu pendant ces longues périodes a été très avantageux en dollars; nous calculons qu'il a augmenté le taux net net après impôt reçu d'un tiers au maximum dans des cas typiques. Inversement, le droit d'encaisser les obligations au prix coûtant ou mieux a donné aux acheteurs des années antérieures de faibles taux d'intérêt une protection complète contre la diminution de la valeur du capital qui frappait de nombreux investisseurs obligataires; autrement dit, il leur a donné la possibilité

de *bénéficier* de la hausse des taux d'intérêt en convertissant leurs avoirs à faible taux d'intérêt en émissions à coupon très élevé sur une base d'argent égal.

À notre avis, les avantages spéciaux dont bénéficient actuellement les propriétaires d'obligations d'épargne compenseront largement leur rendement actuel inférieur à celui d'autres obligations directes du gouvernement.

2. AUTRES OBLIGATIONS DES ÉTATS-UNIS. Une fusion de ces émissions existe, couvrant une grande variété de taux de coupon et de dates d'échéance. Tous sont totalement sûrs en ce qui concerne le paiement des intérêts et du capital. Ils sont soumis à l'impôt sur le revenu fédéral mais exonérés de l'impôt sur le revenu de l'État. Fin 1971, les émissions à long terme - sur dix ans - ont affiché un rendement moyen de 6,09%, les émissions intermédiaires (trois à cinq ans) ont rapporté 6,35% et les émissions courtes, 6,03%.

En 1970, il a été possible d'acheter un certain nombre d'anciennes émissions avec des remises importantes. Certains d'entre eux sont acceptés au pair pour le règlement des droits de succession. Exemple: les 3½ US du Trésor dus en 1990 appartiennent à cette catégorie; ils se sont vendus à 60 en 1970, mais ont fermé 1970 au-dessus de 77.

Il est intéressant de noter également que, dans de nombreux cas, les obligations indirectes du gouvernement américain rapportent sensiblement plus que ses obligations directes de même échéance. Au moment où nous écrivons, une offre apparaît de 7,05% de «certificats entièrement garantis par le secrétaire aux transports du département des transports des États-Unis». Le rendement était de 1% de plus que celui des obligations directes des États-Unis, venant à échéance année (1986). Les certificats ont en fait été délivrés au nom des administrateurs de la Penn Central Transportation Co., mais ils ont été vendus sur la base d'une déclaration du procureur général américain selon laquelle la garantie «crée une obligation générale des États-Unis, appuyée par par sa foi et son crédit. »Un certain nombre d'obligations indirectes de ce type ont été assumées par le gouvernement américain dans le passé, et toutes ont été scrupuleusement respectées.

Le lecteur peut se demander pourquoi tout ce brouhaha, impliquant une «garantie personnelle» apparente de notre secrétaire aux Transports, et un coût plus élevé pour le contribuable au final. La principale raison de l'indirection a été la limite de la dette imposée aux emprunts publics par le

Congrès. Apparemment, les garanties du gouvernement ne sont pas considérées comme des dettes - une aubaine sémantique pour les investisseurs avisés. L'impact principal de cette situation a peut-être été la création d'obligations en franchise d'impôt sur le logement, bénéficiant de l'équivalent d'une garantie américaine, et pratiquement les seules émissions exonérées d'impôt équivalentes à des obligations d'État. Un autre type d'émissions soutenues par le gouvernement est les nouvelles débentures communautaires récemment créées, dont le rendement est de 7,60% en septembre 1971.

3. OBLIGATIONS D'ÉTAT ET MUNICIPALES. Ceux-ci bénéficient d'une exonération de l'impôt fédéral sur le revenu. Ils sont également généralement exonérés d'impôt sur le revenu dans l'État d'émission, mais pas ailleurs. Ce sont soit des obligations directes d'un État ou d'une subdivision, soit des «obligations de revenus» dépendantes des paiements d'intérêts sur les recettes d'une route à péage, d'un pont, d'un bail de construction, etc. Toutes les obligations non imposables ne sont pas suffisamment protégées pour justifier leur achat par un investisseur défensif. Il peut être guidé dans sa sélection par la notation attribuée à chaque émission par Moody's ou Standard & Poor's. L'une des trois notes les plus élevées des deux services - Aaa (AAA), Aa (AA) ou A - devrait constituer une indication suffisante d'une sécurité adéquate. Le rendement de ces obligations variera à la fois avec la qualité et l'échéance, les échéances plus courtes donnant le rendement le plus faible. Fin 1971, les émissions représentées dans l'indice des obligations municipales Standard & Poor's affichaient en moyenne une notation de qualité AA, une échéance de 20 ans et un rendement de 5,78%. Une offre typique d'obligations Vineland, NJ, notées AA pour A et a donné un rendement de seulement 3% à l'échéance d'un an, passant à 5,8% aux échéances de 1995 et 1996. [1]

4. OBLIGATIONS DE LA SOCIÉTÉ. Ces obligations sont soumises à la fois à l'impôt fédéral et à l'État. Au début de 1972, ceux de la plus haute qualité ont cédé 7,19% pour une échéance de 25 ans, comme en témoigne le rendement publié de l'indice des obligations de sociétés Moody's Aaa. Les émissions dites de catégorie moyenne inférieure - notées Baa - ont rapporté 8,23% pour les échéances longues. Dans chaque catégorie, les émissions à court terme donneraient un peu moins que les obligations à plus long terme.

Commentaire. Les résumés ci-dessus indiquent que l'investisseur moyen a plusieurs choix parmi les obligations de qualité supérieure. Ceux qui se trouvent dans des tranches d'imposition élevées peuvent sans aucun doute obtenir un meilleur rendement net des bons titres exonérés d'impôt que des titres imposables. Pour d'autres, la fourchette de rendement imposable du début de 1972 semblerait être de 5,00% sur les obligations d'épargne américaines, avec leurs options spéciales, à environ 7½% sur les émissions de sociétés de premier ordre.

Placements obligataires à rendement plus élevé

En sacrifiant la qualité, un investisseur peut obtenir un revenu plus élevé de ses obligations. Une longue expérience a démontré que l'investisseur ordinaire est plus sage de se tenir à l'écart de ces obligations à haut rendement. Bien que, dans leur ensemble, ils puissent fonctionner un peu mieux en termes de rendement global que les problèmes de première qualité, ils exposent le propriétaire à trop de risques individuels d'évolutions fâcheuses, allant de baisses inquiétantes des prix à un défaut réel. (Il est vrai que les opportunités de négocier se produisent assez souvent dans les obligations de qualité inférieure, mais elles nécessitent une étude et des compétences particulières pour être exploitées avec succès.)*

Peut-être devrions-nous ajouter ici que les limites imposées par le Congrès aux émissions d'obligations directes des États-Unis ont produit au moins deux sortes de «possibilités de négociation» pour les investisseurs dans l'achat d'obligations garanties par le gouvernement. L'une est fournie par les émissions de logements neufs exonérées d'impôt, et l'autre par les nouvelles débentures communautaires (imposables) récemment créées. Une offre d'émissions de logements neufs en juillet 1971 a rapporté jusqu'à 5,8%, sans les deux autorités fédérales. et les taxes d'État, tandis qu'une émission de nouvelles débentures communautaires (imposables) vendues en septembre 1971 a rapporté 7,60%. Les deux obligations ont «la pleine confiance et le crédit» du gouvernement des États-Unis et sont donc sûres sans aucun doute. Et, sur une base nette, elles rapportent beaucoup plus que les obligations américaines ordinaires.‡

Dépôts d'épargne au lieu d'obligations

Un investisseur peut désormais obtenir un taux d'intérêt aussi élevé sur un dépôt d'épargne dans une banque commerciale ou d'épargne (ou sur un certificat de dépôt bancaire) que sur une obligation de première qualité à courte échéance. Le taux d'intérêt sur les comptes d'épargne bancaire pourrait être abaissé à l'avenir, mais dans les conditions actuelles, il

constitue un substitut approprié à l'investissement obligataire à court terme par l'individu.

Problèmes convertibles

Ceux-ci sont examinés au chapitre 16. La variabilité des prix des obligations en général est traitée au chapitre 8, L'investisseur et les fluctuations du marché.

Dispositions d'appel

Dans les éditions précédentes, nous avions eu une discussion assez longue sur cet aspect du financement obligataire, car il impliquait une injustice grave mais peu remarquée pour l'investisseur. Dans le cas typique, les obligations étaient rachetables assez peu de temps après l'émission et à des primes modestes - disons 5% - supérieures au prix d'émission. Cela signifiait que pendant une période de fortes fluctuations des taux d'intérêt sous-jacents, l'investisseur devait supporter de plein fouet les changements défavorables et était privé de tout sauf d'une maigre participation à des taux favorables.

E XAMPLE : Notre exemple standard est l'émission de débentures américaines à 5 ans à 100%, Gas & Electric, vendues au public à 101 en 1928. Quatre ans plus tard, dans des conditions de quasi-panique, le prix de ces bonnes obligations est tombé à 62½ , donnant 8%. En 1946, dans un grand retournement, les obligations de ce type pouvaient être vendues pour ne rapporter que 3%, et l'émission de 5% *aurait* dû être cotée à près de 160. Mais à ce moment-là, la société a profité de la clause d'appel et a racheté le question à un simple 106.

La caractéristique d'appel dans ces contrats obligataires était un exemple à peine déguisé de «têtes que je gagne, queues que vous perdez». Enfin, les institutions acheteuses d'obligations ont refusé d'accepter cet arrangement injuste; au cours des dernières années, la plupart des émissions à coupon élevé à long terme ont été protégées contre le remboursement pendant dix ans ou plus après leur émission. Cela limite toujours leur éventuelle hausse des prix, mais pas de manière inéquitable.

En termes pratiques, nous conseillons à l'investisseur dans les émissions à long terme de sacrifier une petite quantité de rendement pour obtenir l'assurance de la non-appelabilité - disons pour 20 ou 25 ans. De même, il y a un avantage à acheter une obligation à faible coupon[*] à escompte plutôt qu'une obligation à coupon élevé se vendant au pair et remboursable dans quelques années. Pour l'escompte - par exemple, d'une

obligation de 3½% à 63½%, donnant un rendement de 7,85% -, il offre une protection complète contre toute action adverse défavorable.

Actions privilégiées directes, c'est-à-dire non convertibles

Certaines observations générales doivent être faites ici au sujet des stocks privilégiés. De très bonnes actions privilégiées peuvent exister et existent, mais elles sont bonnes malgré leur forme d'investissement, qui est intrinsèquement mauvaise. L'actionnaire privilégié type dépend pour sa sécurité de la capacité et du désir de la société de verser des dividendes sur ses *actions ordinaires.* Une fois les dividendes communs omis, voire en danger, sa propre position devient précaire, car les administrateurs ne sont pas tenus de continuer à le payer à moins qu'ils ne paient également sur le commun. D'un autre côté, l'action privilégiée type ne porte aucune part des bénéfices de l'entreprise au-delà du taux de dividende fixe. Ainsi, le détenteur privilégié ne dispose pas à la fois de la créance légale de l'obligataire (ou créancier) et des possibilités de profit d'un actionnaire (ou partenaire) commun.

Ces faiblesses de la position juridique des actions privilégiées tendent à se manifester de manière récurrente en période de dépression. Seul un petit pourcentage de toutes les émissions privilégiées sont si fortement ancrées qu'elles maintiennent un statut d'investissement incontesté à travers toutes les vicissitudes. L'expérience enseigne que le moment d'acheter des actions privilégiées est lorsque leur prix est indûment déprimé par l'adversité temporaire. (Dans de tels cas, ils peuvent être bien adaptés à l'investisseur agressif mais trop peu conventionnels pour l'investisseur défensif.)

En d'autres termes, ils devraient être achetés à bon marché ou pas du tout. Nous nous référerons plus loin aux émissions convertibles et aux privilèges similaires, qui comportent certaines possibilités spéciales de profit. Ceux-ci ne sont généralement pas sélectionnés pour un portefeuille conservateur.

Une autre particularité de la position générale des actions privilégiées mérite d'être mentionnée. Ils ont un statut fiscal bien meilleur pour les acheteurs de sociétés que pour les investisseurs individuels. Les sociétés ne paient de l'impôt sur le revenu que sur 15% du revenu qu'elles reçoivent en dividendes, mais sur le plein montant de leurs revenus d'intérêts ordinaires. Étant donné que le taux de 1972 pour les sociétés est de 48%, cela signifie que 100 $ reçus à titre de dividendes sur actions privilégiées ne sont imposés que de 7,20 $, tandis que 100 $ reçus à titre d'intérêt obligataire sont imposés à 48 $. En revanche, les investisseurs individuels paient exactement la même taxe sur les investissements en actions

privilégiées que sur les intérêts obligataires, à l'exception d'une récente dérogation mineure. Ainsi, dans une logique stricte, toutes les actions privilégiées de qualité supérieure devraient être achetées par des sociétés, tout comme toutes les obligations exonérées d'impôt devraient être achetées par des investisseurs qui paient de l'impôt sur le revenu.*

Formulaires de sécurité

La forme d'obligation et la forme d'actions privilégiées, telles que discutées jusqu'à présent, sont des questions bien comprises et relativement simples. Un obligataire a le droit de recevoir des intérêts fixes et le paiement du capital à une date précise. Le propriétaire d'une action privilégiée a droit à un dividende fixe, et pas plus, qui doit être payé avant tout dividende ordinaire. Sa valeur principale ne vient pas à échéance à une date précise. (Le dividende peut être cumulatif ou non cumulatif. Il peut ou non voter.)

Ce qui précède décrit les dispositions standard et, sans aucun doute, la majorité des obligations et des émissions privilégiées, mais il existe d'innombrables écarts par rapport à ces formulaires. Les types les plus connus sont les émissions convertibles et similaires et les obligations à revenu. Dans ce dernier type, les intérêts ne doivent pas être payés à moins qu'ils ne soient gagnés par l'entreprise. (Les intérêts impayés peuvent s'accumuler à titre de charge sur les gains futurs, mais la période est souvent limitée à trois ans.)

Les obligations à revenu devraient être utilisées par les sociétés beaucoup plus qu'elles ne le sont. Leur évitement résulte apparemment d'un simple accident de l'histoire économique, à savoir qu'ils ont d'abord été employés en quantité dans le cadre de réorganisations ferroviaires et, par conséquent, ils ont été associés dès le départ à une faiblesse financière et à un mauvais statut d'investissement. Mais le formulaire lui-même présente plusieurs avantages pratiques, en particulier en comparaison et en remplacement des nombreuses émissions d'actions convertibles (convertibles) de ces dernières années. La principale est la déductibilité des intérêts payés sur le revenu imposable de la société, ce qui réduit en fait le coût de cette forme de capital de moitié. Du point de vue de l'investisseur, il est probablement préférable pour lui, dans la plupart des cas, qu'il ait (1) un droit inconditionnel de recevoir des paiements d'intérêts *lorsqu'ils sont gagnés* par l'entreprise, et (2) un droit à d' *autres* formes de protection que la procédure de faillite si aucun intérêt n'est gagné et payé. Les conditions des obligations de revenu peuvent être adaptées à l'avantage de l'emprunteur et du prêteur de la manière qui convient le mieux aux

deux. (Les privilèges de conversion peuvent, bien sûr, être inclus.) L'acceptation par tous de la forme intrinsèquement faible d'actions privilégiées et le rejet de la forme d'obligations à revenu plus forte est une illustration fascinante de la façon dont les institutions et les habitudes traditionnelles tendent souvent à persister à Wall Street malgré de nouvelles conditions appelant à un nouveau point de vue. Avec chaque nouvelle vague d'optimisme ou de pessimisme, nous sommes prêts à abandonner l'histoire et les principes éprouvés, mais nous nous accrochons avec ténacité et sans hésitation à nos préjugés.

Commentaire sur le chapitre 4

Lorsque vous laissez le hasard, vous n’avez plus de chance.

- L'entraîneur de basket-ball Pat Riley

H votre portefeuille devrait être agressif OW?

Cela, dit Graham, dépend moins du type d'investissements que vous possédez que du type d'investisseur que vous êtes. Il y a deux façons d'être un investisseur intelligent:

- en recherchant, sélectionnant et surveillant en permanence une combinaison dynamique d'actions, d'obligations ou de fonds communs de placement;
- ou en créant un portefeuille permanent qui fonctionne sur le pilote automatique et ne nécessite aucun effort supplémentaire (mais génère très peu d'excitation).

Graham appelle la première approche «active» ou «entreprenante»; cela prend beaucoup de temps et d'énergie. La stratégie «passive» ou «défensive» prend peu de temps ou d'efforts mais nécessite un détachement presque ascétique du séduisant hullabaloo du marché. Comme l'a expliqué le penseur en investissement Charles Ellis, l'approche

entreprenante est physiquement et intellectuellement éprouvante, tandis que l'approche défensive est émotionnellement exigeante.[1]

Si vous avez du temps à perdre, êtes très compétitif, pensez comme un fan de sport et savourez un défi intellectuel compliqué, alors l'approche active est à votre portée. Si vous vous sentez toujours pressé, aspirez à la simplicité et que vous n'avez pas envie de penser à l'argent, alors l'approche passive est pour vous. (Certaines personnes se sentiront plus à l'aise de combiner les deux méthodes, créant un portefeuille principalement actif et partiellement passif, ou vice versa.)

Les deux approches sont tout aussi intelligentes et vous pouvez réussir avec l'une ou l'autre, mais seulement si vous vous connaissez suffisamment bien pour choisir la bonne, la respecter tout au long de votre vie d'investissement et garder vos coûts et vos émotions sous contrôle. La distinction de Graham entre les investisseurs actifs et passifs est un autre de ses rappels que le risque financier ne réside pas seulement là où la plupart d'entre nous le recherchons - dans l'économie ou dans nos investissements - mais aussi en nous-mêmes.

Pouvez-vous être courageux, ou allez-vous céder?

Comment, alors, un investisseur défensif devrait-il commencer? La première et la plus fondamentale décision est de savoir combien mettre en actions et combien mettre en obligations et en espèces. (Notez que Graham place délibérément cette discussion après son chapitre sur l'inflation, vous avertissant que l'inflation est l'un de vos pires ennemis.)

La chose la plus frappante au sujet de la discussion de Graham sur la façon de répartir vos actifs entre les actions et les obligations est qu'il ne mentionne jamais le mot «âge». prendre dépend principalement de votre âge.[2] Une règle empirique traditionnelle consistait à soustraire votre âge de 100 ans et à investir ce pourcentage de vos actifs dans des actions, le reste en obligations ou en espèces. (Une femme de 28 ans mettrait 72% de son argent en actions; une femme de 81 ans n'y mettrait que 19%.) Comme tout le reste, ces hypothèses ont surchauffé à la fin des années 1990. En 1999, un livre populaire soutenait que si vous aviez moins de 30 ans, vous devriez mettre 95% de votre argent en actions, même si vous n'aviez qu'une tolérance «modérée» au risque![3]

À moins que vous n'ayez autorisé les partisans de ces conseils à soustraire 100 de votre QI, vous devriez être en mesure de dire que quelque chose ne va pas ici. Pourquoi votre âge devrait-il déterminer le niveau de risque que vous pouvez prendre? Une femme de 89 ans avec 3 millions de

dollars, une pension suffisante et un groupe de petits-enfants serait idiot de transférer la majeure partie de son argent en obligations. Elle a déjà beaucoup de revenus et ses petits-enfants (qui hériteront éventuellement de ses actions) ont des décennies d'investissement devant eux. D'un autre côté, un homme de 25 ans qui économise pour son mariage et une mise de fonds pour la maison ne voudrait pas mettre tout son argent en stock. Si le marché boursier fait un plongeon élevé à Acapulco, il n'aura aucun revenu obligataire pour couvrir ses baisses ou ses arrières.

De plus, peu importe votre âge, vous pourriez soudainement avoir besoin de retirer votre argent des stocks non pas dans 40 ans, mais dans 40 minutes. Sans une bouffée d'avertissement, vous pourriez perdre votre emploi, divorcer, devenir invalide ou souffrir qui sait quel autre type de surprise. L'inattendu peut frapper n'importe qui, à tout âge. Tout le monde doit conserver certains actifs dans le refuge sans risque de l'argent.

Enfin, beaucoup de gens cessent d'investir précisément *parce que* le marché boursier baisse. Les psychologues ont montré que la plupart d'entre nous font très mal de prédire aujourd'hui ce que nous ressentirons à propos d'un événement émotionnellement chargé à l'avenir.[4] Lorsque les stocks augmentent de 15% ou 20% par an, comme ils l'ont fait dans les années 1980 et 1990, il est facile d'imaginer que vous et vos stocks êtes mariés à vie. Mais lorsque vous regardez chaque dollar investi se réduire à un centime, il est difficile de résister à se réfugier dans la «sécurité» des obligations et des espèces. Au lieu d'acheter et de conserver leurs stocks, de nombreuses personnes finissent par acheter haut, vendre bas et ne tenir que leur propre tête entre leurs mains. Parce que si peu d'investisseurs ont le courage de s'accrocher aux actions dans un marché en baisse, Graham insiste pour que tout le monde conserve un minimum de 25% en obligations. Ce coussin, soutient-il, vous donnera le courage de garder le reste de votre argent en stock même lorsque les stocks pue.

Pour avoir une meilleure idée du niveau de risque que vous pouvez prendre, pensez aux circonstances fondamentales de votre vie, quand elles entreront en jeu, quand elles pourraient changer et comment elles sont susceptibles d'affecter vos besoins en espèces:

- Êtes-vous célibataire ou marié? Que fait votre conjoint ou partenaire dans la vie?

- Avez-vous ou aurez-vous des enfants? Quand les frais de scolarité arriveront-ils à la maison?

- Hériterez-vous de l'argent ou finirez-vous par être financièrement responsable du vieillissement des parents malades?

- Quels facteurs pourraient nuire à votre carrière? (Si vous travaillez pour une banque ou un constructeur, une hausse des taux d'intérêt pourrait vous mettre à pied. Si vous travaillez pour un fabricant de produits chimiques, la flambée des prix du pétrole pourrait être une mauvaise nouvelle.)

- Si vous êtes travailleur autonome, combien de temps des entreprises similaires à la vôtre ont-elles tendance à survivre?

- Avez-vous besoin de vos investissements pour compléter vos revenus en espèces? (En général, les obligations le seront, les actions non.)

- Compte tenu de votre salaire et de vos besoins de dépenses, combien d'argent pouvez-vous vous permettre de perdre sur vos investissements?

Si, après avoir considéré ces facteurs, vous sentez que vous pouvez prendre les risques plus élevés inhérents à une plus grande propriété des actions, vous appartenez aux environs de 25% minimum de Graham en obligations ou en espèces. Si ce n'est pas le cas, évitez surtout les actions, atteignant un maximum de 75% de Graham en obligations ou en espèces. (Pour savoir si vous pouvez aller jusqu'à 100%, voir l'encadré à la p. 105.)

Une fois que vous avez défini ces pourcentages cibles, modifiez-les uniquement à mesure que vos circonstances de vie changent. N'achetez pas plus d'actions parce que le marché boursier a augmenté; ne les vendez pas car il a baissé. Le cœur même de l'approche de Graham est de remplacer la conjecture par la discipline. Heureusement, grâce à votre 401 (k), il est facile de mettre votre portefeuille sur pilote automatique permanent. Disons que vous êtes à l'aise avec un niveau de risque assez élevé, disons 70% de vos actifs en actions et 30% en obligations. Si le marché boursier augmente de 25% (mais les obligations restent stables), vous aurez désormais un peu moins de 75% en actions et seulement 25% en obligations.[5] Visitez le site Web de votre 401 (k) (ou appelez son numéro gratuit) et vendez suffisamment de vos fonds d'actions pour «rééquilibrer» votre objectif de 70-30. La clé est de rééquilibrer sur un calendrier patient prévisible - pas si souvent que vous vous rendrez fou, et pas si rarement que vos cibles se détraqueront. Je vous suggère de rééquilibrer tous les six

mois, ni plus ni moins, à des dates faciles à retenir comme le Nouvel An et le 4 juillet.

POURQUOI *PAS* 100% STOCKS?

Graham vous conseille de ne jamais avoir plus de 75% de votre actif total en actions. Mais est-il déconseillé de mettre tout votre argent en bourse *?* Pour une infime minorité d'investisseurs, un portefeuille composé à 100% d'actions peut avoir du sens. Vous êtes l'un d'eux si vous:

- avoir mis de côté suffisamment d'argent pour subvenir aux besoins de votre famille pendant au moins un an
- investira régulièrement pendant au moins 20 ans à venir
- survécu au marché baissier qui a commencé en 2000
- n'a pas vendu d'actions pendant le marché baissier qui a commencé en 2000
- acheté plus d'actions pendant le marché baissier qui a commencé en 2000
- J'ai lu le chapitre 8 de ce livre et mis en œuvre un plan officiel pour contrôler votre propre comportement d'investissement.

À moins que vous ne puissiez honnêtement passer tous ces tests, vous n'avez aucune raison de mettre tout votre argent en stock. Quiconque a paniqué dans le dernier marché baissier va paniquer dans le prochain — et regrettera de n'avoir aucun coussin d'argent et d'obligations.

La beauté de ce rééquilibrage périodique est qu'il vous oblige à baser vos décisions d'investissement sur une norme simple et objective - Est-ce que je possède maintenant plus de cet actif que mon plan ne l'exige? - au lieu de la pure conjecture de la direction des taux d'intérêt ou si vous pensez que le Dow est sur le point de mourir. Certaines sociétés de fonds communs de placement, dont T. Rowe Price, pourraient bientôt introduire des services qui rééquilibreront automatiquement votre portefeuille 401 (k) par rapport à vos objectifs prédéfinis, de sorte que vous n'aurez jamais besoin de prendre une décision active.

Les tenants et aboutissants de l'investissement de revenu

À l'époque de Graham, les investisseurs obligataires étaient confrontés à deux choix fondamentaux: imposables ou non imposables? À court terme ou à long terme? Aujourd'hui, il y en a un troisième: Obligations ou fonds obligataires?

Taxable ou libre d'impôt? À moins que vous ne soyez dans la tranche d'imposition la plus basse,[6] vous ne devriez acheter que des obligations (municipales) libres d'impôt en dehors de vos comptes de retraite. Sinon, trop de vos revenus obligataires finiront entre les mains de l'IRS. Le seul endroit où posséder des obligations imposables se trouve à l'intérieur de votre 401 (k) ou d'un autre compte protégé, où vous ne devrez aucun impôt courant sur leurs revenus - et où les obligations municipales n'ont pas leur place, car leur avantage fiscal est gaspillé.[sept]

À court terme ou à long terme? Les obligations et les taux d'intérêt vacillent aux extrémités opposées d'une bascule: si les taux d'intérêt augmentent, les prix des obligations chutent, bien qu'une obligation à court terme tombe bien moins qu'une obligation à long terme. D'un autre côté, si les taux d'intérêt baissent, les prix des obligations augmentent - et une obligation à long terme surclassera les obligations plus courtes.[8] Vous pouvez diviser la différence simplement en achetant des obligations à moyen terme arrivant à échéance dans cinq à dix ans — qui ne s'envolent pas lorsque leur côté de la bascule monte, mais qui ne claquent pas non plus dans le sol. Pour la plupart des investisseurs, les obligations intermédiaires sont le choix le plus simple, car elles vous permettent de sortir du jeu de deviner ce que les taux d'intérêt feront.

Obligations ou fonds obligataires? Étant donné que les obligations sont généralement vendues en lots de 10000 $ et que vous avez besoin d'un minimum de 10 obligations pour diversifier le risque que l'une d'entre elles tombe en panne, l'achat d'obligations individuelles n'a de sens que si vous avez au moins 100000 $ à investir. (La seule exception concerne les obligations émises par le Trésor américain, car elles sont protégées contre les défaillances par toute la force du gouvernement américain.)

Les fonds obligataires offrent une diversification facile et bon marché, ainsi que la commodité d'un revenu mensuel, que vous pouvez réinvestir directement dans le fonds aux taux actuels sans payer de commission. Pour la plupart des investisseurs, les fonds obligataires battent haut la main les obligations individuelles (les principales exceptions sont les titres du Trésor et certaines obligations municipales). De grandes entreprises comme Vanguard, Fidelity, Schwab et T. Rowe Price proposent une large gamme de fonds obligataires à faible coût.[9]

Les choix des investisseurs obligataires ont proliféré comme des lapins, alors mettons à jour la liste de Graham de ce qui est disponible. Depuis 2003, les taux d'intérêt sont tombés si bas que les investisseurs sont privés de rendement, mais il existe des moyens d'amplifier vos revenus d'intérêts sans prendre de risque excessif.[10 La] figure 4-1 résume les avantages et les inconvénients.

Examinons maintenant quelques types de placements obligataires qui peuvent répondre à des besoins particuliers.

L'argent n'est pas une corbeille

Comment pouvez-vous retirer plus de revenus de votre argent? L'investisseur intelligent devrait envisager de sortir des certificats de dépôt bancaires ou des comptes du marché monétaire - qui ont récemment offert de maigres rendements - dans certaines de ces alternatives en espèces:

Les titres du Trésor, en tant qu'obligations du gouvernement américain, ne comportent pratiquement aucun risque de crédit, car, au lieu de faire défaut sur ses dettes, l'oncle Sam peut simplement augmenter les impôts ou imprimer plus d'argent à volonté. Les bons du Trésor arrivent à échéance en quatre, 13 ou 26 semaines. En raison de leur échéance très courte, les bons du Trésor sont à peine abîmés lorsque la hausse des taux d'intérêt fait baisser les prix des autres placements à revenu; la dette du Trésor à plus long terme souffre toutefois gravement lorsque les taux d'intérêt augmentent. Les revenus d'intérêts sur les titres du Trésor sont généralement exonérés d'impôt sur le revenu d'État (mais pas fédéral). Et, avec 3,7 billions de dollars en mains publiques, le marché de la dette du Trésor est immense, vous pouvez donc facilement trouver un acheteur si vous avez besoin de votre argent avant l'échéance. Vous pouvez acheter des bons du Trésor, des billets à court terme et des obligations à long terme directement auprès du gouvernement, sans frais de courtage, à www.publicdebt.treas.gov. (Pour en savoir plus sur les CONSEILS protégés contre l'inflation, voir le commentaire du chapitre 2.)

FIGURE 4-1 Le vaste monde des obligations

Sources: Bankrate.com, Bloomberg, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morningstar, www.savingsbonds.gov

Remarques: (D): acheté directement. (F): acheté via un fonds commun de placement. «Facilité de vente avant l'échéance» indique la facilité avec laquelle vous pouvez vendre à un prix équitable avant la date d'échéance; les OPC offrent généralement une meilleure facilité de vente que les obligations individuelles. Les fonds du marché monétaire sont assurés par le gouvernement fédéral jusqu'à 100 000 $ s'ils sont achetés dans une banque membre de la FDIC, mais autrement ils ne comportent qu'un engagement implicite de ne pas perdre de valeur. L'impôt fédéral sur les obligations d'épargne est différé jusqu'au remboursement ou à l'échéance. Les obligations municipales sont généralement exonérées de l'impôt sur le revenu de l'État uniquement dans l'État où elles ont été émises.

Les obligations d'épargne, contrairement aux bons du Trésor, ne sont pas négociables; vous ne pouvez pas les vendre à un autre investisseur et vous perdrez trois mois d'intérêts si vous les rachetez en moins de cinq ans. Ainsi, ils conviennent principalement comme «argent de réserve» pour répondre à un besoin de dépenses futures - un cadeau pour une cérémonie religieuse dans des années ou un démarrage rapide pour faire passer votre nouveau-né à Harvard. Ils viennent en coupures aussi bas que 25 $, ce qui les rend idéaux comme cadeaux pour les petits-enfants. Pour les investisseurs qui peuvent en toute confiance laisser des liquidités intactes pour les années à venir, les «I-bonds» protégés contre l'inflation ont récemment offert un rendement attractif d'environ 4%. Pour en savoir plus, consultez www.savingsbonds.gov.

Au-delà de l'oncle Sam

Titres hypothécaires. Regroupées à partir de milliers de prêts hypothécaires aux États-Unis, ces obligations sont émises par des agences comme la Federal National Mortgage Association («Fannie Mae») ou la Government National Mortgage Association («Ginnie Mae»). Cependant, ils ne sont pas soutenus par le Trésor américain, ils vendent donc à des rendements plus élevés pour refléter leur plus grand risque. Les obligations hypothécaires sous-performent généralement lorsque les taux d'intérêt baissent et explosent lorsque les taux augmentent. (À long terme, ces fluctuations ont tendance à s'équilibrer et les rendements moyens plus élevés sont payants.) De bons fonds d'obligations hypothécaires sont disponibles auprès de Vanguard, Fidelity et Pimco. Mais si un courtier essaie de vous vendre une obligation hypothécaire individuelle ou «CMO»,

dites-lui que vous êtes en retard pour un rendez-vous avec votre proctologue.

Rentes. Ces investissements de type assurance vous permettent de reporter les impôts actuels et de capturer un flux de revenus après votre retraite. Les rentes fixes offrent un taux de rendement fixe; les variables fournissent un rendement fluctuant. Mais ce contre quoi l'investisseur défensif a vraiment besoin de se défendre ici, ce sont les agents d'assurance, les courtiers en valeurs mobilières et les planificateurs financiers qui vendent des rentes à des coûts très élevés. Dans la plupart des cas, les dépenses élevées liées à la possession d'une rente - y compris les «frais de rachat» qui rongent vos retraits anticipés - l'emporteront sur ses avantages. Les quelques bonnes rentes sont achetées et non vendues; si une rente produit de grosses commissions pour le vendeur, il est probable qu'elle produira de maigres résultats pour l'acheteur. Ne considérez que ceux que vous pouvez acheter directement auprès de fournisseurs avec des coûts extrêmement bas comme Ameritas, TIAA-CREF et Vanguard.[11]

Stock préféré. Les actions privilégiées sont un investissement des pires des deux mondes. Ils sont moins sûrs que les obligations, car ils n'ont qu'une créance secondaire sur les actifs d'une entreprise en cas de faillite. Et ils offrent moins de potentiel de profit que les actions ordinaires, car les sociétés «rappellent» (ou rachètent de force) leurs actions privilégiées lorsque les taux d'intérêt baissent ou que leur cote de crédit s'améliore. Contrairement aux paiements d'intérêts sur la plupart de ses obligations, une société émettrice ne peut pas déduire les paiements de dividendes privilégiés de sa facture d'impôt sur les sociétés. Demandez-vous: si cette société est en assez bonne santé pour mériter mon investissement, pourquoi paie-t-elle un gros dividende sur ses actions privilégiées au lieu d'émettre des obligations et d'obtenir un allégement fiscal? La réponse probable est que la société n'est pas en bonne santé, que le marché de ses obligations est saturé et que vous devriez approcher ses actions privilégiées comme vous approcheriez d'un poisson mort non réfrigéré.

Actions ordinaires. Une visite à l'écran de sélection sur http: // screen. yahoo.com/stocks.html au début de 2003 a montré que 115 des actions de l'indice Standard & Poor's 500 avaient des rendements en dividendes de 3,0% ou plus. Aucun investisseur intelligent, aussi affamé que soit le rendement, n'achèterait jamais une action uniquement pour son revenu de dividendes; l'entreprise et ses activités doivent être solides et son cours de bourse doit être raisonnable. Mais, grâce au marché baissier qui a commencé en 2000, certaines actions de premier plan surpassent

désormais les bons du Trésor. Ainsi, même l'investisseur le plus défensif doit se rendre compte que l'ajout sélectif d'actions à un portefeuille entièrement obligataire ou majoritairement obligataire peut *augmenter* son rendement de revenu et augmenter son rendement potentiel.[12]

Chapitre 5
L'investisseur défensif et les actions ordinaires

Mérites d'investissement des actions ordinaires

Dans notre première édition (1949), nous avons jugé nécessaire à ce stade d'insérer un long exposé du cas pour inclure une importante composante d'actions ordinaires dans tous les portefeuilles d'investissement.[*] Les actions ordinaires étaient généralement considérées comme hautement spéculatives et donc dangereuses; ils avaient diminué assez sensiblement par rapport aux niveaux élevés de 1946, mais au lieu d'attirer des investisseurs vers eux en raison de leurs prix raisonnables, cette baisse avait eu l'effet inverse de saper la confiance dans les titres de participation. Nous avons commenté la situation inverse qui s'est développée au cours des 20 années qui ont suivi, selon laquelle la forte hausse des cours des actions les a fait apparaître des investissements sûrs et rentables à des niveaux record qui pourraient en fait entraîner un degré de risque considérable.[‡]

L'argument que nous avons avancé pour les actions ordinaires en 1949 reposait sur deux points principaux. La première était qu'ils avaient offert un degré considérable de protection contre l'érosion du dollar de l'investisseur causée par l'inflation, alors que les obligations n'offraient aucune protection. Le deuxième avantage des actions ordinaires résidait dans leur rendement moyen plus élevé pour les investisseurs au fil des ans. Cela s'explique à la fois par un revenu de dividendes moyen supérieur au rendement des bonnes obligations et par une tendance sous-jacente à la hausse de la valeur de marché au fil des ans en raison du réinvestissement des bénéfices non distribués.

Bien que ces deux avantages aient été d'une importance majeure - et ont donné aux actions ordinaires un record bien meilleur que les

obligations sur le long terme - nous avons toujours averti que ces avantages pourraient être perdus par l'acheteur d'actions s'il paie un prix trop élevé pour ses actions. Ce fut clairement le cas en 1929, et il fallut 25 ans pour que le niveau du marché revienne au rebord d'où il avait terriblement chuté en 1929-1932.[*] Depuis 1957, les actions ordinaires ont une fois de plus, à cause de leurs prix élevés, perdu leur avantage traditionnel en matière de rendement des dividendes par rapport aux taux d'intérêt obligataires.[‡] Il reste à voir si le facteur d'inflation et le facteur de croissance économique compenseront à l'avenir cette évolution significativement défavorable.

Il devrait être évident pour le lecteur que nous n'avons aucun enthousiasme pour les actions ordinaires en général au niveau 900 DJIA de la fin de 1971. Pour des raisons déjà données[*] nous pensons que l'investisseur défensif ne peut se permettre de se passer d'une proportion appréciable d'actions ordinaires dans son portefeuille, même s'il doit les considérer comme le moindre de deux maux - les plus grands étant les risques liés à une détention tout obligataire.

Règles pour la composante actions ordinaires

La sélection des actions ordinaires pour le portefeuille de l'investisseur défensif devrait être une question relativement simple. Ici, nous suggérons quatre règles à suivre:

1. Il devrait y avoir une diversification adéquate mais non excessive. Cela peut signifier un minimum de dix problèmes différents et un maximum d'une trentaine.[‡]

2. Chaque entreprise sélectionnée doit être grande, proéminente et financée de façon conservatrice. Aussi indéfinis que puissent être ces adjectifs, leur sens général est clair. Des observations sur ce point sont ajoutées à la fin du chapitre.

3. Chaque entreprise doit avoir une longue liste de paiements de dividendes continus. (Toutes les questions de l'âge Dow Jones Industrial Aver répondaient à cette exigence de dividende en 1971.) Pour être précis sur ce point, nous suggérons l'exigence de versement continu de dividendes à partir d'au moins en 1950.[*]

4. L'investisseur devrait imposer une certaine limite au prix qu'il paiera pour une émission par rapport à ses gains moyens au cours des sept dernières années, par exemple. Nous suggérons que cette limite soit fixée à 25 fois ces gains moyens et pas plus de 20 fois ceux de la dernière période de douze mois. Mais une telle restriction éliminerait presque toutes les sociétés les plus solides et les plus populaires du portefeuille. En particulier, il interdirait la quasi-totalité de la catégorie des «valeurs de croissance», qui sont depuis quelques années les favoris des spéculateurs et des investisseurs institutionnels. Nous devons donner nos raisons pour proposer une exclusion aussi radicale.

Actions de croissance et investisseur défensif

Le terme «actions de croissance» s'applique à celui qui a augmenté son bénéfice par action dans le passé bien au-dessus du taux des actions ordinaires en général et devrait continuer de le faire à l'avenir. (Certaines autorités diraient qu'un véritable stock de croissance devrait au moins doubler son bénéfice par action en dix ans, c'est-à-dire les augmenter à un taux annuel composé de plus de 7,1%.)[‡] Il est évident que des actions de ce type sont intéressantes à acheter et à posséder, à condition que le prix payé ne soit pas excessif. Le problème est là, bien sûr, car les actions de croissance se sont longtemps vendues à des prix élevés par rapport aux bénéfices courants et à des multiples beaucoup plus élevés de leurs bénéfices moyens au cours d'une période passée. Cela a introduit un élément spéculatif d'un poids considérable dans le stock de croissance et a rendu les opérations réussies dans ce domaine loin d'être simples.

Le principal problème de croissance a longtemps été International Business Machines, et il a apporté des récompenses phénoménales à ceux qui l'ont acheté il y a des années et l'ont conservé avec ténacité. Mais nous avons déjà souligné[*] que ce «meilleur des actions ordinaires» a en fait perdu 50% de son prix du marché en une baisse de six mois au cours de 1961-1962 et presque le même pourcentage en 1969-1970. D'autres valeurs de croissance ont été encore plus vulnérables aux évolutions défavorables; dans certains cas, non seulement le prix a baissé, mais aussi les revenus, ce qui a provoqué une double déconfiture pour ceux qui en étaient propriétaires. Texas Instruments, qui est passé de 5 à 256, sans payer de dividende, est un deuxième bon exemple de notre objectif, tandis que son bénéfice est passé de 40 cents à 3,91 $ par action. (Notez que le prix a progressé cinq fois plus vite que les bénéfices; cela est caractéristique des

actions ordinaires populaires.) Mais deux ans plus tard, les bénéfices avaient chuté de près de 50% et le prix des *quatre cinquièmes,* à 49.‡

Le lecteur comprendra à partir de ces exemples pourquoi nous considérons les actions de croissance dans leur ensemble comme un véhicule trop incertain et risqué pour l'investisseur défensif. Bien sûr, des merveilles peuvent être accomplies avec les bonnes sélections individuelles, achetées aux bons niveaux, puis revendues après une énorme hausse et avant le déclin probable. Mais l'investisseur moyen ne peut pas plus espérer y parvenir que trouver de l'argent qui pousse sur les arbres. En revanche, nous pensons que le groupe de grandes entreprises qui sont relativement impopulaires, et donc accessibles à des multiplicateurs de revenus raisonnables,* offre une zone de choix sonore si peu spectaculaire par le grand public. Nous illustrerons cette idée dans notre chapitre sur la sélection de portefeuille.

Modifications du portefeuille

Il est désormais de pratique courante de soumettre toutes les listes de sécurité à une inspection périodique afin de voir si leur qualité peut être améliorée. Ceci, bien sûr, est une partie importante du service fourni aux clients par les conseillers en investissement. Presque toutes les maisons de courtage sont prêtes à faire des suggestions correspondantes, sans frais spéciaux, en échange de l'activité de commission impliquée. Certaines maisons de courtage maintiennent des services d'investissement contre rémunération.

Vraisemblablement, notre investisseur défensif devrait obtenir - au moins une fois par an - le même type de conseils concernant les changements dans son portefeuille que celui qu'il recherchait lorsque ses fonds ont été engagés pour la première fois. Puisqu'il aura peu d'expertise sur laquelle s'appuyer, il est essentiel qu'il ne se confie qu'à des entreprises de la plus haute réputation; sinon, il pourrait facilement tomber entre des mains incompétentes ou sans scrupules. Il est important, en tout cas, qu'à chaque consultation de ce genre, il indique clairement à son conseiller qu'il souhaite adhérer étroitement aux quatre règles de sélection des actions ordinaires énoncées plus haut dans ce chapitre. Soit dit en passant, si sa liste a été sélectionnée avec compétence dans un premier temps, il ne devrait pas être nécessaire de procéder à des changements fréquents ou nombreux.‡

Étalement du coût en dollars

La Bourse de New York a déployé des efforts considérables pour populariser son «plan d'achat mensuel», selon lequel un investisseur consacre chaque mois le même montant en dollars à l'achat d'une ou de plusieurs actions ordinaires. Il s'agit d'une application d'un type spécial de «formule d'investissement» connu sous le nom de moyenne des coûts en dollars. Au cours de l'expérience à la hausse du marché depuis 1949, les résultats d'une telle procédure étaient certainement très satisfaisants, d'autant plus qu'ils empêchaient le praticien de concentrer ses achats au mauvais moment.

Dans l' étude complète des plans d'investissement formule de Lucile Tomlinson, [1] l'auteur a présenté un calcul des résultats de la moyenne d'achat dans le groupe des stocks composant l'indice Dow Jones Industrial. Des tests ont été effectués couvrant 23 périodes d'achat de dix ans, la première se terminant en 1929, la dernière en 1952. Chaque test a montré un bénéfice soit à la fin de la période d'achat, soit dans les cinq ans par la suite. Le bénéfice moyen indiqué à la fin des 23 périodes d'achat était de 21,5%, hors dividendes reçus. Il va sans dire que, dans certains cas, il y a eu une importante dépréciation temporaire à la valeur marchande. Mlle Tomlinson termine sa discussion sur cette formule d'investissement ultra-simple par la phrase frappante: «Personne n'a encore découvert une autre formule d'investissement qui puisse être utilisée avec autant de confiance dans le succès final, quel que soit le prix des titres, comme Dollar Cost Moyennage. "

On peut objecter que la moyenne des coûts en dollars, bien que saine en principe, est plutôt irréaliste dans la pratique, car peu de personnes sont situées de manière à pouvoir disposer pour un investissement en actions ordinaires de la même somme d'argent chaque année pendant, disons, 20 ans . Il me semble que cette objection apparente a perdu beaucoup de sa force ces dernières années. Les actions ordinaires sont généralement acceptées comme une composante nécessaire d'un programme d'épargne-investissement solide. Ainsi, les achats systématiques et uniformes d'actions ordinaires peuvent ne pas présenter plus de difficultés psychologiques et financières que des paiements continus similaires pour les obligations d'épargne des États-Unis et pour l'assurance-vie - auxquels ils devraient être complémentaires. Le montant mensuel peut être faible, mais les résultats après 20 ans ou plus peuvent être impressionnants et importants pour l'épargnant.

La situation personnelle de l'investisseur

Au début de ce chapitre, nous avons brièvement évoqué la position du propriétaire de portefeuille individuel. Revenons à cette question, à la lumière de notre discussion ultérieure de politique générale. Dans quelle mesure le type de titres choisi par l'investisseur doit-il varier en fonction de sa situation? Comme exemples concrets représentant des conditions très différentes, nous prendrons: (1) une veuve qui a laissé 200 000 $ pour subvenir à ses besoins et à ceux de ses enfants; (2) un médecin prospère en milieu de carrière, avec des économies de 100 000 $ et des augmentations annuelles de 10 000 $; et (3) un jeune homme gagnant 200 $ par semaine et économisant 1 000 $ par an.*

Pour la veuve, le problème de vivre avec son revenu est très difficile. D'un autre côté, le besoin de conservatisme dans ses investissements est primordial. Une répartition de son fonds à peu près égale entre les obligations américaines et les actions ordinaires de premier ordre est un compromis entre ces objectifs et correspond à notre prescription générale pour l'investisseur défensif. (La composante actions peut être placée jusqu'à 75% si l'investisseur est psychologiquement préparé à cette décision, et s'il peut être presque certain de ne pas acheter à un niveau trop élevé. Assurément, ce n'est *pas* le cas au début de 1972.)

Nous n'excluons pas la possibilité que la veuve puisse être considérée comme un investisseur entreprenant, auquel cas ses objectifs et ses méthodes seront très différents. La seule chose que la veuve *ne* doit *pas* faire est de prendre des risques spéculatifs afin de «gagner un revenu supplémentaire». Nous entendons par là essayer de faire des profits ou des revenus élevés sans l'équipement nécessaire pour garantir une confiance totale dans le succès global. Il serait beaucoup mieux pour elle de retirer 2 000 $ par an de son capital, afin de joindre les deux bouts, que d'en risquer la moitié dans des entreprises mal fondées, et donc spéculatives.

Le médecin prospère n'a aucune des pressions et des contraintes de la veuve, mais nous pensons que ses choix sont à peu près les mêmes. Est-il disposé à s'intéresser sérieusement aux affaires d'investissement? S'il n'a pas l'impulsion ou le flair, il fera de son mieux pour accepter le rôle facile de l'investisseur défensif. La répartition de son portefeuille ne devrait alors pas être différente de celle de la veuve «typique», et il y aurait le même domaine de choix personnel pour fixer la taille de la composante stock. L'épargne annuelle devrait être investie dans les mêmes proportions que le fonds total.

Le médecin moyen peut être plus susceptible que la veuve moyenne de choisir de devenir un investisseur entreprenant, et il est peut-être plus susceptible de réussir dans l'entreprise. Il a cependant un handicap important: le fait qu'il a moins de temps à consacrer à sa formation en investissement et à l'administration de ses fonds. En fait, les médecins ont notoirement échoué dans leurs opérations de sécurité. La raison en est qu'ils ont généralement une grande confiance en leur propre intelligence et un fort désir de faire un bon retour sur leur argent, sans se rendre compte que le faire avec succès nécessite à la fois une attention considérable à la question et quelque chose d'une approche professionnelle aux valeurs de sécurité.

Enfin, le jeune homme qui économise 1 000 $ par an - et espère faire mieux progressivement - se retrouve avec les mêmes choix, mais pour des raisons encore différentes. Une partie de ses économies devrait être automatiquement affectée aux obligations de série E. L'équilibre est si modeste qu'il ne semble guère utile pour lui de se soumettre à une discipline éducative et capricieuse difficile pour se qualifier en tant qu'investisseur agressif. Ainsi, un simple recours à notre programme standard pour l'investisseur défensif serait à la fois la politique la plus simple et la plus logique.

N'ignorons pas la nature humaine à ce stade. La finance fascine de nombreux jeunes brillants aux moyens limités. Ils souhaitent être à la fois intelligents et entreprenants dans le placement de leur épargne, même si les revenus de placement sont beaucoup moins importants pour eux que leurs salaires. Cette attitude est tout à fait positive. Il y a un grand avantage pour le jeune capitaliste à commencer tôt son éducation financière et son expérience. S'il veut fonctionner en tant qu'investisseur agressif, il est certain de commettre des erreurs et de subir des pertes. Les jeunes peuvent supporter ces déceptions et en profiter. Nous exhortons le débutant dans l'achat de titres à ne pas gaspiller ses efforts et son argent en essayant de battre le marché. Laissez-le étudier les valeurs de sécurité et tester d'abord son jugement sur le prix par rapport à la valeur avec les plus petites sommes possibles.

Nous revenons ainsi à l'affirmation, faite au départ, que le type de titres à acheter et le taux de rendement à rechercher ne dépendent pas des ressources financières de l'investisseur mais de son équipement financier en termes de connaissances, d'expérience et de tempérament.

Note sur la notion de «risque»

Il est classique de parler de bonnes obligations comme moins risquées que de bonnes actions privilégiées et de ces dernières comme moins risquées que de bonnes actions ordinaires. De cela découle le préjugé populaire contre les actions ordinaires parce qu'elles ne sont pas «sûres», ce qui a été démontré dans l'enquête du Federal Reserve Board de 1948. Nous tenons à souligner que les mots «risque» et «sécurité» sont appliqués aux titres. dans deux sens différents, avec une confusion qui en résulte dans la pensée.

Une obligation est clairement prouvée comme dangereuse lorsqu'elle manque à ses intérêts ou à ses versements en principal. De même, si une action privilégiée ou même une action ordinaire est achetée dans l'espoir qu'un taux de dividende donné sera maintenu, une réduction ou une répercussion du dividende signifie qu'il s'est révélé dangereux. Il est également vrai qu'un investissement comporte un risque s'il existe une possibilité raisonnable que le détenteur doive vendre à un moment où le prix est bien inférieur au coût.

Néanmoins, l'idée de risque est souvent étendue pour s'appliquer à une éventuelle baisse du prix d'un titre, même si la baisse peut être de nature cyclique et temporaire et même s'il est peu probable que le détenteur soit contraint de vendre à ces moments. Ces chances sont présentes dans tous les titres, à l'exception des obligations d'épargne des États-Unis, et dans une plus large mesure dans le cours général des actions ordinaires que dans les émissions senior en tant que catégorie. Mais nous pensons que ce qui est en jeu ici n'est pas un vrai risque au sens utile du terme. L'homme qui détient une hypothèque sur un immeuble pourrait devoir subir une perte substantielle s'il était contraint de le vendre à un moment défavorable. Cet élément n'est pas pris en compte pour juger de la sécurité ou du risque des hypothèques immobilières ordinaires, le seul critère étant la certitude des paiements ponctuels. De la même manière, le risque attaché à une entreprise commerciale ordinaire est mesuré par le risque de perdre de l'argent, et non par ce qui se passerait si le propriétaire était contraint de vendre.

Au chapitre 8, nous exposerons notre conviction que l'investisseur de bonne foi ne perd pas d'argent simplement parce que le prix du marché de ses avoirs diminue; par conséquent, le fait qu'une baisse puisse se produire ne signifie pas qu'il court un véritable risque de perte. Si un groupe d'investissements en actions ordinaires bien sélectionnés affiche un rendement global satisfaisant, mesuré sur un bon nombre d'années, alors cet investissement du groupe s'est révélé «sûr». Au cours de cette période, sa valeur de marché est appelée à fluctuer, et aussi probable qu'improbable,

il se vendra pendant un certain temps aux frais de l'acheteur. Si ce fait rend l'investissement «risqué», il faudrait alors le qualifier à la fois de risqué et de sûr. Cette confusion peut être évitée si nous appliquons le concept de risque uniquement à une perte de valeur qui est soit réalisée par la vente effective, soit causée par une détérioration significative de la position de l'entreprise - ou, plus fréquemment peut-être, est le résultat du paiement d'un prix excessif par rapport à la valeur intrinsèque du titre. [2]

De nombreuses actions ordinaires comportent des risques d'une telle détérioration. Mais notre thèse est qu'un investissement de groupe correctement exécuté dans des actions ordinaires ne comporte pas de risque substantiel de ce type et qu'il ne devrait donc pas être qualifié de «risqué» simplement en raison de l'élément de fluctuation des prix. Mais un tel risque existe s'il existe un risque que le prix se révèle clairement trop élevé par rapport aux normes de valeur intrinsèque, même si tout déclin sévère du marché peut être récupéré plusieurs années plus tard.

Note sur la catégorie des «grandes sociétés bien connues et à financement conservateur»

L'expression citée dans notre légende a été utilisée plus tôt dans le chapitre pour décrire le type d'actions ordinaires auxquelles les investisseurs défensifs devraient limiter leurs achats - à condition également qu'ils aient payé des dividendes continus pendant un nombre considérable d'années. Un critère basé sur des adjectifs est toujours ambigu. Où est la ligne de démarcation pour la taille, la proéminence et le conservatisme de la structure financière? Sur le dernier point, nous pouvons suggérer une norme spécifique qui, bien qu'arbitraire, est conforme à la pensée acceptée. Les finances d'une entreprise industrielle ne sont pas conservatrices à moins que les actions ordinaires (à la valeur comptable) représentent au moins la moitié de la capitalisation totale, y compris toutes les dettes bancaires. [3] Pour un chemin de fer ou un service public, le chiffre doit être d'au moins 30%.

Les mots «grand» et «proéminent» portent la notion de taille substantielle combinée à une position de leader dans l'industrie. Ces sociétés sont souvent appelées «primaires»; toutes les autres actions ordinaires sont alors appelées «secondaires», sauf que les actions de croissance sont généralement placées dans une classe distincte par ceux qui les achètent en tant que telles. Pour apporter un élément concret ici, suggérons que pour être «grande» en termes actuels, une entreprise devrait avoir 50 millions de dollars d'actifs ou faire 50 millions de dollars d'affaires.[*] Encore une fois pour être «proéminente», une entreprise doit se

classer parmi les premier ou troisième tiers de sa taille au sein de son groupe industriel.

Il serait toutefois insensé d'insister sur de tels critères arbitraires. Ils sont proposés uniquement à titre de guides à ceux qui peuvent demander des conseils. Mais toute règle que l'investisseur peut se fixer et qui ne viole pas le sens commun de «grand» et de «proéminent» devrait être acceptable. Par la nature même de l'affaire, il doit y avoir un grand groupe d'entreprises que certaines et d'autres ne comprendront pas parmi celles qui conviennent à l'investissement défensif. Il n'y a aucun mal à une telle diversité d'opinions et d'actions. En effet, il a un effet salutaire sur les conditions boursières, car il permet une différenciation ou transition progressive entre les catégories d'émissions de titres primaires et secondaires.

Commentaire sur le chapitre 5

> La félicité humaine est produite non pas tant par de grands morceaux de bonne fortune qui se produisent rarement, mais par de petits avantages qui se produisent chaque jour.
>
> *-Benjamin Franklin*

La meilleure défense est une bonne attaque

Après le bain de sang boursier de ces dernières années, pourquoi un investisseur défensif investirait-il un centime dans ses actions?

Tout d'abord, souvenez-vous de l'insistance de Graham sur le fait que votre niveau de défense dépend moins de votre tolérance au risque que de votre volonté de consacrer du temps et de l'énergie à votre portefeuille. Et si vous vous y prenez de la bonne façon, investir dans des actions est aussi simple que de garer votre argent en obligations et en espèces. (Comme nous le verrons au chapitre 9, vous pouvez acheter un fonds indiciel boursier sans plus d'effort qu'il n'en faut pour s'habiller le matin.)

Au milieu du marché baissier qui a commencé en 2000, il est compréhensible que vous vous sentiez brûlé — et si, à son tour, ce sentiment vous rend déterminé à ne plus jamais acheter un autre titre. Comme le dit un vieux proverbe turc: «Après vous être brûlé la bouche avec du lait chaud, vous soufflez sur votre yogourt.» Parce que le krach de 2000-2002 a été si terrible, de nombreux investisseurs considèrent désormais les actions comme extrêmement risquées; mais, paradoxalement, l'acte même de s'écraser a retiré une grande partie du risque du marché boursier. C'était du lait chaud avant, mais c'est du yaourt à température ambiante maintenant.

Logiquement, la décision de détenir ou non des actions aujourd'hui n'a rien à voir avec combien d'argent vous auriez pu perdre en les possédant il y a quelques années. Lorsque les actions ont un prix raisonnable pour vous donner une croissance future, vous devez alors les posséder, quelles que soient les pertes qu'elles peuvent vous avoir coûtées dans le passé récent. Cela est d'autant plus vrai lorsque les rendements obligataires sont faibles, ce qui réduit les rendements futurs des investissements générateurs de revenus.

Comme nous l'avons vu au chapitre 3, les stocks ne sont (au début de 2003) que légèrement surévalués par rapport aux normes historiques. Pendant ce temps, à des prix récents, les obligations offrent des rendements si bas qu'un investisseur qui les achète pour leur sécurité supposée est comme un fumeur qui pense qu'il peut se protéger contre le cancer du poumon en fumant des cigarettes à faible teneur en goudron. Peu importe à quel point un investisseur est sur la défensive - dans le sens de faible entretien de Graham ou dans le sens contemporain de faible risque - les valeurs d'aujourd'hui signifient que vous devez conserver au moins une partie de votre argent en actions.

Heureusement, il n'a jamais été aussi facile pour un investisseur défensif d'acheter des actions. Et un portefeuille de pilote automatique permanent, qui met sans effort un peu de votre argent au travail chaque mois dans des investissements prédéterminés, peut vous défendre contre la nécessité de consacrer une grande partie de votre vie à la sélection de titres.

Devriez-vous «acheter ce que vous savez»?

Mais d'abord, regardons quelque chose contre lequel l'investisseur défensif doit toujours se défendre: la conviction que vous pouvez choisir des actions sans faire vos devoirs. Dans les années 1980 et au début des années 1990, l'un des slogans d'investissement les plus populaires était «Achetez ce que vous savez». Peter Lynch - qui, de 1977 à 1990, a piloté Fidelity Magellan

pour le meilleur bilan jamais compilé par un fonds commun de placement - était le prédicateur le plus charismatique de cet évangile. Lynch a fait valoir que les investisseurs amateurs ont un avantage que les investisseurs professionnels ont oublié d'utiliser: «le pouvoir du savoir commun». Si vous découvrez un excellent nouveau restaurant, une nouvelle voiture, du dentifrice ou un jean - ou si vous remarquez que le parking dans un les entreprises à proximité sont toujours pleines ou que les gens travaillent toujours au siège social d'une entreprise longtemps après que Jay Leno a cessé ses activités - vous avez alors un aperçu personnel d'un stock qu'un analyste professionnel ou un gestionnaire de portefeuille pourrait ne jamais récupérer. Comme Lynch l'a dit: «Au cours de toute une vie d'achat de voitures ou d'appareils photo, vous développez une idée de ce qui est bon et de ce qui est mauvais, de ce qui se vend et de ce qui ne l'est pas ... et le plus important est que vous le sachiez avant que Wall Street ne le sache. "[1]

La règle de Lynch - «Vous pouvez surpasser les experts si vous utilisez votre avantage en investissant dans des entreprises ou des secteurs que vous comprenez déjà» - n'est pas totalement invraisemblable, et des milliers d'investisseurs en ont profité au fil des ans. Mais la règle de Lynch ne peut fonctionner que si vous suivez également son corollaire: «Trouver l'entreprise prometteuse n'est que la première étape. La prochaine étape consiste à faire des recherches. »À son crédit, Lynch insiste sur le fait que personne ne devrait jamais investir dans une entreprise, quelle que soit la qualité de ses produits ou la densité de son parking, sans étudier ses états financiers et estimer sa valeur commerciale.

Malheureusement, la plupart des acheteurs d'actions ont ignoré cette partie.

Barbra Streisand, la diva du day-trading, personnifiait la façon dont les gens abusent des enseignements de Lynch. En 1999, elle a dit: «Nous allons à Starbucks tous les jours, donc j'achète des actions de Starbucks.» Mais la Funny Girl a oublié que peu importe combien vous aimez ces grands lattes maigres, vous devez toujours analyser les états financiers de Starbucks et vous assurer que les actions n'est pas encore plus cher que le café. D'innombrables acheteurs d'actions ont fait la même erreur en chargeant des actions d'Amazon.com parce qu'ils aimaient le site Web ou en achetant des actions e * Trade parce que c'était leur propre courtier en ligne.

Les «experts» ont également donné du crédit à l'idée. Dans une interview télévisée sur CNN à la fin de 1999, le gestionnaire de portefeuille Kevin Landis des Firsthand Funds s'est plaint: «Comment faites-

vous? Pourquoi ne puis-je pas le faire, Kevin? »(De 1995 à la fin de 1999, le fonds Firsthand Technology Value a produit un gain annuel moyen stupéfiant de 58,2%.)« Eh bien, vous *pouvez le* faire », a gazouillé Landis. "Tout ce que vous avez vraiment besoin de faire est de vous concentrer sur les choses que vous savez, de rester proche d'une industrie et de parler aux gens qui y travaillent tous les jours."[2]

La perversion la plus douloureuse de la règle de Lynch s'est produite dans les régimes de retraite d'entreprise. Si vous êtes censé «acheter ce que vous savez», alors quel pourrait être un meilleur investissement pour votre 401 (k) que les actions de votre propre entreprise? Après tout, vous y travaillez; n'en savez-vous pas plus sur l'entreprise qu'un étranger? Malheureusement, les employés d'Enron, de Global Crossing et de WorldCom - dont beaucoup ont mis presque tous leurs actifs de retraite dans les actions de leur propre entreprise, pour être éliminés - ont appris que les initiés ne possédaient souvent que l'illusion de connaissances, pas la réalité.

Les psychologues dirigés par Baruch Fischhoff de l'Université Carnegie Mellon ont documenté un fait troublant: se familiariser avec un sujet ne réduit pas de manière significative la tendance des gens à exagérer ce qu'ils en savent réellement.[3] C'est pourquoi « investir dans ce que vous savez » peuvent être si dangereux; plus vous en savez sur le marché, moins vous êtes susceptible de sonder un stock pour des faiblesses. Cette forme pernicieuse de confiance excessive est appelée «parti pris à la maison», ou l'habitude de s'en tenir à ce qui est déjà familier:

- Les investisseurs individuels détiennent trois fois plus d'actions de leur compagnie de téléphone locale que de toutes les autres compagnies de téléphone réunies.

- Le fonds commun de placement typique possède des actions dont le siège social est à 115 miles plus proche du siège social du fonds que la société américaine moyenne.

- Les investisseurs 401 (k) conservent entre 25% et 30% de leurs actifs de retraite dans les actions de leur propre entreprise.[4]

Bref, la familiarité engendre la complaisance. Au journal télévisé, n'est-ce pas toujours le voisin ou le meilleur ami ou le parent du criminel qui dit d'une voix choquée: «C'était un gars tellement gentil»? C'est parce que chaque fois que nous sommes trop proches de quelqu'un ou de quelque chose, nous tenons nos croyances pour acquises, au lieu de les remettre en question comme nous le faisons lorsque nous confrontons quelque chose de

plus éloigné. Plus un titre est familier, plus il est susceptible de transformer un investisseur défensif en un paresseux qui pense qu'il n'est pas nécessaire de faire ses devoirs. Ne laissez pas cela vous arriver.

Pouvez-vous rouler le vôtre?

Heureusement, pour un investisseur défensif qui est prêt à faire les devoirs requis pour assembler un portefeuille d'actions, c'est l'âge d'or: jamais auparavant dans l'histoire financière la possession d'actions n'a été aussi bon marché et pratique.[5]

Fais le toi-même. Grâce à des courtages en ligne spécialisés comme www. sharebuilder.com, www.foliofn.com et www.buyandhold.com, vous pouvez acheter des actions automatiquement même si vous avez très peu de liquidités. Ces sites Web facturent aussi peu que 4 $ pour chaque achat périodique de l'un des milliers d'actions américaines qu'ils mettent à disposition. Vous pouvez investir chaque semaine ou chaque mois, réinvestir les dividendes et même faire couler votre argent dans des actions via des retraits électroniques de votre compte bancaire ou un dépôt direct de votre chèque de paie. Sharebuilder fait payer plus pour vendre que pour acheter, vous rappelant, comme un petit coup de foudre avec un journal enroulé, que la vente rapide est un investissement non-non, tandis que FolioFN offre un excellent outil de suivi fiscal.

Contrairement aux courtiers traditionnels ou aux fonds communs de placement qui ne vous laisseront pas entrer pour moins de 2000 $ ou 3000 $, ces entreprises en ligne n'ont pas de soldes de compte minimum et sont conçues sur mesure pour les investisseurs débutants qui souhaitent mettre des portefeuilles naissants sur le pilote automatique. Certes, des frais de transaction de 4 $ prennent une bouchée monstrueuse de 8% sur un investissement mensuel de 50 $, mais si c'est tout l'argent que vous pouvez épargner, alors ces sites de micro-investissement sont le seul jeu en ville pour construire un portefeuille diversifié.

Vous pouvez également acheter des actions individuelles directement auprès des sociétés émettrices. En 1994, la Securities and Exchange Commission des États-Unis a desserré les menottes qu'elle avait depuis longtemps attachées à la vente directe d'actions au public. Des centaines d'entreprises ont réagi en créant des programmes Internet permettant aux investisseurs d'acheter des actions sans passer par un courtier. Parmi les sources d'informations en ligne utiles sur l'achat direct d'actions, citons www.dripcentral.com, www.netstock direct.com (une filiale de Sharebuilder) et www.stockpower.com. Vous pouvez souvent encourir une

variété de frais de nuisance qui peuvent dépasser 25 $ par an. Même ainsi, les programmes d'achat d'actions directes sont généralement moins chers que les courtiers en valeurs mobilières.

Soyez averti, cependant, que l'achat d'actions par petits incréments pendant des années peut déclencher de gros maux de tête fiscaux. Si vous n'êtes pas prêt à conserver un enregistrement permanent et exhaustif de vos achats, n'achetez pas en premier lieu. Enfin, n'investissez pas dans un seul titre ou même dans une poignée de titres différents. À moins que vous ne souhaitiez pas répartir vos paris, vous ne devriez pas miser du tout. La directive de Graham de posséder entre 10 et 30 actions reste un bon point de départ pour les investisseurs qui souhaitent choisir leurs propres actions, mais vous devez vous assurer que vous n'êtes pas surexposé à une industrie.[6] (Pour en savoir plus sur la sélection des actions individuelles qui composeront votre portefeuille, voir pp. 114-115 et chapitres 11, 14 et 15.)

Si, après avoir créé un tel portefeuille de pilote automatique en ligne, vous vous retrouvez à échanger plus de deux fois par an - ou à dépenser plus d'une heure ou deux par mois, au total, sur vos investissements - alors quelque chose a mal tourné. Ne vous laissez pas séduire par la facilité et l'actualité de l'Internet pour devenir un spéculateur. Un investisseur défensif court - et gagne - la course en restant assis.

Obtenir de l'aide. Un investisseur défensif peut également détenir des actions par l'intermédiaire d'un courtier à escompte, d'un planificateur financier ou d'un courtier en valeurs mobilières à service complet. Dans une maison de courtage à escompte, vous devrez effectuer vous-même la plupart des travaux de sélection de titres; Les directives de Graham vous aideront à créer un portefeuille de base nécessitant un minimum d'entretien et offrant des chances maximales de rendement constant. D'un autre côté, si vous ne pouvez pas épargner le temps ou susciter l'intérêt de le faire vous-même, il n'y a aucune raison d'avoir honte d'embaucher quelqu'un pour sélectionner des actions ou des fonds communs de placement pour vous. Mais il y a une responsabilité que vous ne devez jamais déléguer. Vous, et personne d'autre que vous, devez enquêter (*avant de* remettre votre argent) si un conseiller est digne de confiance et facture des frais raisonnables. (Pour plus de pointeurs, voir le chapitre 10.)

Fermez-le. Les fonds communs de placement sont le moyen ultime pour un investisseur défensif de saisir l'avantage de la propriété d'actions sans l'inconvénient d'avoir à contrôler votre propre portefeuille. À un coût relativement faible, vous pouvez acheter un degré élevé de diversification et de commodité en laissant un professionnel choisir et surveiller les stocks

pour vous. Dans leur forme la plus raffinée - les portefeuilles indiciels - les fonds communs de placement ne nécessitent pratiquement aucune surveillance ni aucun entretien. Les fonds indiciels sont une sorte d'investissement Rip Van Winkle qui est peu susceptible de causer des souffrances ou des surprises même si, comme le fermier paresseux de Washington Irving, vous vous endormez pendant 20 ans. Ils sont le rêve d'un investisseur défensif devenu réalité. Pour plus de détails, voir le chapitre 9.

Remplissage des nids de poule

Alors que les marchés financiers se soulèvent et s'effondrent jour après jour, l'investisseur défensif peut prendre le contrôle du chaos. Votre refus même d'être actif, votre renonciation à toute prétendue capacité de prédire l'avenir, peuvent devenir vos armes les plus puissantes. En mettant chaque décision d'investissement sur le pilote automatique, vous supprimez toute illusion que vous savez où les actions se dirigent et vous enlevez le pouvoir du marché de vous bouleverser, peu importe à quel point il rebondit.

Comme le note Graham, la «moyenne des coûts en dollars» vous permet de mettre un montant fixe d'argent dans un investissement à intervalles réguliers. Chaque semaine, chaque mois ou chaque trimestre civil, vous achetez plus, que les marchés aient augmenté (ou soient sur le point de monter) à la hausse, à la baisse ou sur le côté. N'importe quelle grande société de fonds communs de placement ou société de courtage peut transférer automatiquement et en toute sécurité l'argent par voie électronique pour vous, de sorte que vous n'avez jamais à faire de chèque ou à ressentir la douleur du paiement. Tout est hors de vue, hors de l'esprit.

Le moyen idéal de calculer la moyenne des coûts en dollars consiste à intégrer un portefeuille de fonds indiciels, qui détiennent chaque action ou obligation qui en vaut la peine. De cette façon, vous renoncez non seulement au jeu de devinettes de l’orientation du marché, mais aussi à quels secteurs du marché - et quelles actions ou obligations en particulier - feront le mieux.

Disons que vous pouvez épargner 500 $ par mois. En détenant et en établissant une moyenne des coûts en dollars dans seulement trois fonds indiciels - 300 $ dans celui qui détient le marché boursier américain total, 100 $ dans celui qui détient les actions étrangères et 100 $ dans celui qui détient les obligations américaines - vous pouvez vous assurer que vous détenez presque tous les investissements sur la planète qui vaut la peine d'être possédée.[7] Chaque mois, comme sur des roulettes, vous achetez

plus. Si le marché a chuté, votre montant prédéfini va plus loin, vous achetant plus d'actions que le mois précédent. Si le marché a augmenté, votre argent vous achète moins d'actions. En plaçant votre portefeuille sur un pilote automatique permanent de cette façon, vous vous empêchez soit de jeter de l'argent sur le marché au moment où il semble le plus séduisant (et en fait le plus dangereux) ou de refuser d'acheter plus après un krach boursier qui a rendu les investissements vraiment moins chers (mais apparemment plus «risqués»).

Selon Ibbotson Associates, la principale firme de recherche financière, si vous aviez investi 12000 $ dans l'indice Standard & Poor's à 500 actions au début de septembre 1929, 10 ans plus tard, il ne vous resterait que 7223 $. Mais si vous aviez commencé avec un maigre 100 $ et simplement investi 100 $ de plus chaque mois, alors en août 1939, votre argent aurait atteint 15 571 $! *C'est* le pouvoir des achats disciplinés, même face à la Grande Dépression et au pire marché baissier de tous les temps.[8]

La figure 5-1 montre la magie de la moyenne des coûts en dollars dans un marché baissier plus récent.

Mieux encore, une fois que vous aurez créé un portefeuille de pilote automatique permanent avec des fonds indiciels comme cœur et comme noyau, vous pourrez répondre à chaque question du marché avec la réponse la plus puissante qu'un investisseur défensif puisse avoir: «Je ne sais pas et je peu importe. »Si quelqu'un demande si les obligations surclasseront les actions, répondez simplement:« Je ne sais pas et je m'en fiche »- après tout, vous achetez automatiquement les deux. Les stocks de soins de santé rendront-ils malades les stocks de haute technologie? «Je ne sais pas et je m'en fiche» - vous êtes un propriétaire permanent des deux. Quel est le prochain Microsoft? «Je ne sais pas et je m'en fiche» - dès qu'il sera suffisamment grand pour être propriétaire, votre fonds indiciel l'aura, et vous suivrez la route. Les actions étrangères vont-elles battre les actions américaines l'année prochaine? «Je ne sais pas et je m'en fiche» - s'ils le font, vous capterez ce gain; s'ils ne le font pas, vous pourrez acheter plus à des prix inférieurs.

En vous permettant de dire «je ne sais pas et je m'en fiche», un portefeuille de pilote automatique permanent vous libère du sentiment que vous devez prévoir ce que les marchés financiers sont sur le point de faire et de l'illusion que n'importe qui d'autre peut le faire. La connaissance du peu que vous pouvez savoir sur l'avenir, associée à l'acceptation de votre ignorance, est l'arme la plus puissante d'un investisseur défensif.

FIGURE 5-1

Chaque petit geste compte

De la fin de 1999 à la fin de 2002, la moyenne des actions du S & P 500 a chuté sans relâche. Mais si vous aviez ouvert un compte de fonds indiciel avec un investissement minimum de 3000 $ et ajouté 100 $ chaque mois, vos dépenses totales de 6600 $ auraient perdu 30,2%, considérablement moins que la baisse de 41,3% du marché. Mieux encore, vos achats réguliers à des prix inférieurs constitueraient la base d'une reprise explosive lorsque le marché rebondirait.

Source: Le groupe Vanguard

Chapitre 6
Politique de portefeuille pour l'investisseur entreprenant: approche négative

L' investisseur «agressif» devrait partir de la même base que l'investisseur défensif, à savoir une répartition de ses fonds entre les obligations de qualité supérieure et les actions ordinaires de qualité supérieure achetées à des prix raisonnables.* Il sera prêt à se lancer dans d'autres types d'engagements en matière de sécurité, mais dans chaque cas, il voudra une justification bien motivée du départ. Il est difficile de discuter de ce sujet de manière ordonnée, car il n'y a pas de modèle unique ou idéal pour les opérations agressives. Le champ de choix est large; la sélection devrait

dépendre non seulement des compétences et de l'équipement de l'individu, mais peut-être tout aussi bien de ses intérêts et de ses préférences.

Les généralisations les plus utiles pour l'investisseur entreprenant sont de nature négative. Qu'il laisse des actions privilégiées de haute qualité aux acheteurs d'entreprises. Qu'il évite également les types d'obligations et les actions privilégiées de qualité inférieure, à moins qu'ils ne puissent être achetés à des niveaux avantageux, ce qui signifie généralement à des prix au moins 30% inférieurs à la normale pour les émissions à coupons élevés et beaucoup moins pour les coupons inférieurs.* Il laissera quelqu'un d'autre acheter des émissions d'obligations de gouvernements étrangers, même si le rendement peut être attrayant. Il se méfiera également de toutes sortes de nouvelles émissions, y compris les obligations convertibles et les actions privilégiées qui semblent assez tentantes et les actions ordinaires avec d'excellents bénéfices confinés au passé récent.

Pour les investissements obligataires standard, l'investisseur agressif ferait bien de suivre le modèle suggéré à son confrère défensif et de faire son choix entre des émissions imposables de haute qualité, qui peuvent désormais être sélectionnées pour produire environ 7¼%, et des obligations exemptes d'impôt de bonne qualité , qui rapportent jusqu'à 5,30% sur des maturités plus longues.‡

Obligations de deuxième catégorie et actions privilégiées

Puisqu'à la fin de 1971, il est possible de trouver des obligations de sociétés de premier ordre pour un rendement de 7¼%, et même plus, il n'aurait pas beaucoup de sens d'acheter des émissions de deuxième catégorie simplement pour le rendement plus élevé qu'elles offrent. En fait, les sociétés ayant une solvabilité relativement médiocre ont trouvé quasiment impossible de vendre des «obligations simples» - c'est-à-dire non convertibles - au public au cours des deux dernières années. Par conséquent, leur financement par emprunt a été effectué par la vente d'obligations convertibles (ou d'obligations assorties de bons de souscription), qui les placent dans une catégorie distincte. Il s'ensuit que pratiquement toutes les obligations non convertibles de notation inférieure représentent des émissions plus anciennes qui se vendent avec une forte décote. Ainsi, ils offrent la possibilité d'un gain substantiel de valeur du capital dans des conditions futures favorables - ce qui signifierait ici une combinaison d'une meilleure notation de crédit pour l'entreprise et de taux d'intérêt généraux plus bas.

Mais même en ce qui concerne les remises de prix et les chances de gain de capital qui en résultent, les obligations de deuxième catégorie sont en concurrence avec de meilleures émissions. Certaines des obligations bien établies avec des taux de coupon «à l'ancienne» (2½% à 4%) se sont vendues à environ 50 cents sur le dollar en 1970. Exemples: American Telephone & Telegraph 2 5/8, dû 1986 vendu à 51; Atchison Topeka et Santa Fe RR 4, en raison de 1995, vendus à 51; McGraw-Hill 3 7 / 8s, due 1992, vendu à 50½.

Par conséquent, dans les conditions de la fin de 1971, les investisseurs entreprenants peuvent probablement obtenir des obligations de bonne qualité vendant à un escompte élevé tout ce qu'il devrait raisonnablement souhaiter sous la forme de revenus et de chances d'appréciation.

Tout au long de ce livre, nous évoquons la possibilité que toute situation de marché bien définie et prolongée du passé puisse revenir à l'avenir. Par conséquent, nous devons réfléchir à la politique que l'investisseur agressif pourrait avoir à choisir dans le domaine obligataire si les prix et les rendements des émissions de haute qualité devaient revenir à leurs anciennes normales. Pour cette raison, nous reproduirons ici nos observations sur ce point formulées dans l'édition de 1965, lorsque les obligations à haute teneur ne rapportaient que 4½%.

Quelque chose devrait être dit maintenant sur l'investissement dans des émissions de deuxième année, qui peuvent facilement trouver un rendement spécifié allant jusqu'à 8% ou plus. La principale différence entre les obligations de première et de deuxième catégorie se trouve généralement dans le nombre de fois où les charges d'intérêt ont été couvertes par les bénéfices. Exemple: au début de 1964, les obligations obligataires à revenu de 5% de Chicago, Milwaukee, St. Paul et Pacifique, à 68, ont rapporté 7,35%. Mais le total des charges d'intérêts de la route, avant impôt sur le revenu, n'a été gagné que 1,5 fois en 1963, contre notre exigence de 5 fois pour un problème ferroviaire bien protégé. [1]

De nombreux investisseurs achètent des titres de ce type parce qu'ils «ont besoin de revenus» et ne peuvent pas se contenter du maigre rendement offert par les émissions de premier ordre. L'expérience montre clairement qu'il n'est pas judicieux d'acheter une obligation ou une option privilégiée qui manque de sécurité adéquate simplement parce que le rendement est attractif.[*] (Ici, le mot «simplement» implique que l'émission ne se vend pas à un escompte important et n'offre donc pas la possibilité d'un gain substantiel en valeur principale.) Lorsque ces titres sont achetés au prix fort - c'est-à-dire, peu de points moins de 100[*] —Les chances sont

très grandes qu'à un moment futur, le titulaire verra des devis beaucoup plus bas. En effet, lorsque surviennent de mauvaises affaires, ou tout simplement un mauvais marché, des problèmes de ce type se révèlent très sensibles à de graves crises de chute; souvent les intérêts ou les dividendes sont suspendus ou du moins menacés, et fréquemment il y a une faiblesse marquée des prix même si les résultats d'exploitation ne sont pas du tout mauvais.

Pour illustrer spécifiquement cette caractéristique des émissions de premier rang de deuxième qualité, résumons le comportement des prix d'un groupe de dix *obligations* à *revenu* ferroviaire en 1946-1947. Ceux-ci comprennent tous ceux qui se sont vendus à 96 ou plus en 1946, leurs prix élevés en moyenne 102½. L'année suivante, le groupe avait enregistré des prix bas en moyenne de seulement 68, une perte d'un tiers de la valeur de marché en très peu de temps. Curieusement, les chemins de fer du pays affichaient de bien meilleurs revenus en 1947 qu'en 1946; par conséquent, la baisse drastique des prix allait à l'encontre de l'image de l'entreprise et reflétait la liquidation du marché général. Mais il convient de souligner que le rétrécissement de ces obligations à revenu était proportionnellement plus important que celui *des actions ordinaires* de la liste industrielle Dow Jones (environ 23%). De toute évidence, l'acheteur de ces obligations à un coût supérieur à 100 ne pouvait pas s'attendre à participer dans une certaine mesure à une nouvelle hausse du marché des valeurs mobilières. La seule caractéristique intéressante était le rendement des revenus, d'environ 4,25% en moyenne (contre 2,50% pour les obligations de première qualité, un avantage de 1,75% en revenu annuel). Pourtant, la suite a montré trop tôt et trop clairement que, pour l'avantage mineur du revenu annuel, l'acheteur de ces obligations de deuxième catégorie risquait de perdre une partie substantielle de son capital.

L'exemple ci-dessus nous permet de rendre hommage à l'erreur populaire qui passe sous le sobriquet d'un «investissement d'homme d'affaires». Cela implique l'achat d'un titre affichant un rendement plus élevé que celui pouvant être obtenu sur une émission de haute qualité et portant en conséquence une plus grande risque. Ce n'est pas une bonne chose d'accepter une possibilité reconnue de perte de capital en échange d'un simple 1 ou 2% de revenu annuel supplémentaire. Si vous êtes prêt à assumer certains risques, vous devez être certain que vous pouvez réaliser un gain vraiment substantiel en valeur principale si les choses vont bien. Par conséquent, une obligation de 5,5 ou 6% de deuxième catégorie se *vendant au pair* est presque toujours un mauvais achat. Le même problème à 70 ans pourrait avoir plus de sens - et si vous êtes patient, vous pourrez probablement l'acheter à ce niveau.

Les obligations de deuxième catégorie et les actions privilégiées possèdent deux attributs contradictoires que l'investisseur intelligent doit clairement garder à l'esprit. Presque tous subissent de graves crises de naufrage sur les mauvais marchés. D'un autre côté, une large proportion retrouve sa position lorsque des conditions favorables reviennent, et celles-ci finissent par «fonctionner correctement». Cela est vrai même pour les actions privilégiées (cumulées) qui ne versent pas de dividendes pendant de nombreuses années. Il y avait un certain nombre de ces problèmes au début des années 40, en raison de la longue dépression des années 30. Au cours de la période de boom de l'après-guerre, de 1945 à 1947, bon nombre de ces importantes accumulations ont été remboursées en espèces ou en nouveaux titres, et le principal a souvent été également acquitté. En conséquence, d'importants bénéfices ont été réalisés par des personnes qui, quelques années auparavant, avaient acheté ces émissions alors qu'elles étaient sans amis et vendues à bas prix. [2]

Il est peut-être vrai que, dans une comptabilité globale, les rendements plus élevés pouvant être obtenus sur les émissions senior de second grade s'avéreront avoir compensé les principales pertes qui n'étaient pas récupérables. En d'autres termes, un investisseur qui a acheté toutes ces émissions à leur prix d'offre pourrait aussi bien se comporter, *à long terme,* que celui qui s'est limité à des titres de première qualité; ou même un peu mieux. [3]

Mais pour des raisons pratiques, la question est largement hors de propos. Quel que soit le résultat, l'acheteur de titres de deuxième catégorie à prix plein sera inquiet et déshonoré lorsque leur prix baissera précipitamment. De plus, il ne peut pas acheter suffisamment d'émissions pour assurer un résultat «moyen», et il n'est pas en mesure de mettre de côté une partie de son revenu plus important pour compenser ou «amortir» les principales pertes qui se révèlent permanentes. Enfin, il est de bon sens de s'abstenir d'acheter des titres à environ 100 si la longue expérience indique qu'ils peuvent probablement être achetés à 70 ou moins sur le prochain marché faible.

Obligations de gouvernements étrangers

Tous les investisseurs ayant même une petite expérience savent que les obligations étrangères, dans leur ensemble, ont eu une mauvaise histoire d'investissement depuis 1914. Cela était inévitable à la lumière de deux guerres mondiales et d'une dépression mondiale intermédiaire d'une profondeur sans exemple. Pourtant, toutes les quelques années, les conditions du marché sont suffisamment favorables pour permettre la

vente de nouvelles émissions étrangères à un prix d'environ le pair. Ce phénomène nous en dit long sur le fonctionnement de l'esprit de l'investisseur moyen - et pas seulement dans le domaine des obligations.

Nous n'avons aucune *raison concrète* de nous inquiéter de l'histoire future d'obligations étrangères réputées comme celles de l'Australie ou de la Norvège. Mais nous savons que, si et quand des problèmes devaient survenir, le propriétaire d'obligations étrangères n'a aucun moyen légal ou autre de faire valoir sa créance. Ceux qui ont acheté la République de Cuba 4½s aussi haut que 117 en 1953 les ont vus manquer leurs intérêts et ensuite vendre aussi bas que 20 cents sur le dollar en 1963. La liste des obligations de la Bourse de New York cette année-là comprenait également 5¼s du Congo belge à 36, 7 grecs à 30 ans, et divers numéros de la Pologne aussi bas que 7. Combien de lecteurs ont une idée des vicissitudes répétées des obligations à 8% de la Tchécoslovaquie, depuis leur première offre dans ce pays en 1922 à 96½? Ils sont passés à 112 en 1928, sont tombés à 67 3/4 en 1932, se sont rétablis à 106 en 1936, se sont effondrés à 6 en 1939, se sont rétablis (incroyablement) à 117 en 1946, sont rapidement tombés à 35 en 1948 et vendus à 8 en 1970!

Il y a des années, une sorte d'argument a été avancé en faveur de l'achat d'obligations étrangères au motif qu'un riche pays créancier comme le nôtre avait l'obligation morale de prêter à l'étranger. Le temps, qui apporte tant de vengeances, nous trouve maintenant face à un problème insoluble de balance des paiements, dont une partie est imputable à l'achat à grande échelle d'obligations étrangères par des investisseurs américains à la recherche d'un petit avantage en termes de rendement. Depuis de nombreuses années, nous nous interrogeons sur l'attrait inhérent de ces investissements du point de vue de l'acheteur; nous devrions peut-être ajouter maintenant que ce dernier bénéficierait à la fois à son pays et à lui-même s’il refusait ces possibilités.

Nouveaux problèmes en général

Il peut sembler peu judicieux de tenter de faire des déclarations générales sur les nouveaux problèmes en tant que classe, car ils couvrent le plus large éventail possible de qualité et d'attractivité. Il y aura certainement des exceptions à toute règle suggérée. Notre seule recommandation est que tous les investisseurs doivent se *méfier* des nouvelles émissions, ce qui signifie simplement qu'elles doivent être soumises à un examen minutieux et à des tests inhabituellement sévères avant d'être achetées.

Il y a deux raisons à cette double mise en garde. La première est que les nouvelles émissions ont une qualité de vente particulière derrière elles, ce qui nécessite donc un degré spécial de résistance à la vente.[*] La seconde est que la plupart des nouvelles émissions sont vendues dans des «conditions de marché favorables», ce qui signifie favorable pour le vendeur et par conséquent moins favorable pour l'acheteur.[‡]

L'effet de ces considérations devient de plus en plus important au fur et à mesure que nous descendons l'échelle des obligations de la plus haute qualité en passant par les émissions de second rang de premier rang aux flottations d'actions ordinaires au fond. Un montant considérable de financement, consistant en le remboursement d'obligations existantes au prix d'appel et leur remplacement par de nouvelles émissions avec des coupons moins élevés, a été effectué dans le passé. La plupart de ces investissements se sont produits dans la catégorie des obligations de qualité supérieure et des actions privilégiées. Les acheteurs étaient en grande partie des institutions financières, largement qualifiées pour protéger leurs intérêts. Par conséquent, ces offres ont été soigneusement évaluées pour répondre au taux en vigueur pour des problèmes comparables, et la qualité de la vente a eu peu d'effet sur le résultat. Alors que les taux d'intérêt baissaient de plus en plus, les acheteurs ont finalement payé un prix trop élevé pour ces émissions, et nombre d'entre eux ont par la suite sensiblement baissé sur le marché. Il s'agit là d'un aspect de la tendance générale à vendre de nouveaux titres de tous types lorsque les conditions sont les plus favorables à l'émetteur; mais dans le cas de problèmes de première qualité, les effets néfastes pour l'acheteur sont susceptibles d'être désagréables plutôt que graves.

La situation se révèle quelque peu différente lorsque nous étudions les obligations de qualité inférieure et les actions privilégiées vendues au cours des périodes 1945-1946 et 1960-1961. Ici, l'effet de l'effort de vente est plus apparent, car la plupart de ces problèmes ont probablement été placés auprès d'investisseurs individuels et inexpérimentés. Il était caractéristique de ces offres qu'elles n'aient pas fait l'objet d'une représentation adéquate au regard des performances des sociétés sur un nombre d'années suffisant. Ils semblaient assez sûrs, pour la plupart, si l'on pouvait supposer que les gains récents se poursuivraient sans revers sérieux. Les banquiers d'investissement qui ont soulevé ces questions ont vraisemblablement accepté cette hypothèse et leurs vendeurs n'ont eu aucune difficulté à se persuader eux-mêmes et leurs clients de faire de même. Il s'agissait néanmoins d'une approche peu judicieuse de l'investissement, et qui risquait de s'avérer coûteuse.

Les périodes haussières sont généralement caractérisées par la transformation d'un grand nombre d'entreprises privées en sociétés avec des actions cotées. Ce fut le cas en 1945-1946 et à nouveau à partir de 1960. Le processus atteignit alors des proportions extraordinaires jusqu'à sa fin catastrophique en mai 1962. Après la période habituelle de «jurer» de plusieurs années, toute la tragicomédie fut répétée, étape par étape. étape, en 1967-1969.*

Nouvelles offres d'actions ordinaires

Les paragraphes suivants sont reproduits tels quels par rapport à l'édition de 1959, avec un commentaire ajouté:

Le financement par actions ordinaires prend deux formes différentes. Dans le cas des sociétés déjà cotées, des actions supplémentaires sont proposées au prorata aux actionnaires existants. Le prix de souscription est fixé en dessous du marché actuel et les «droits» de souscription ont une valeur monétaire initiale.* La vente des actions nouvelles est presque toujours souscrite par une ou plusieurs maisons de banque d'investissement, mais il est dans l'espoir et l'espérance générale que toutes les actions nouvelles seront prises par l'exercice des droits de souscription. Ainsi, la vente d'actions ordinaires supplémentaires de sociétés cotées ne nécessite généralement pas d'efforts de vente actifs de la part des sociétés de distribution.

Le deuxième type est le placement auprès du public d'actions ordinaires de ce qui était auparavant des entreprises privées. La majeure partie de ces actions est vendue pour le compte des intérêts majoritaires afin de leur permettre d'encaisser sur un marché favorable et de diversifier leurs propres finances. (Lorsque de nouveaux fonds sont collectés pour l'entreprise, ils proviennent souvent de la vente d'actions privilégiées, comme indiqué précédemment.) Cette activité suit un schéma bien défini qui, de par la nature des marchés des valeurs mobilières, doit entraîner de nombreuses pertes et déceptions pour le public. . Les dangers proviennent à la fois du caractère des entreprises ainsi financées et des conditions de marché qui rendent le financement possible.

Au début du siècle, une grande partie de nos principales sociétés ont été introduites dans le commerce public. Au fil du temps, le nombre d'entreprises de premier rang qui sont restées étroitement liées a régulièrement diminué; par conséquent, les flottations initiales des actions ordinaires ont eu tendance à se concentrer de plus en plus sur des préoccupations relativement petites. Par une corrélation malheureuse, au cours de la même période, le public acheteur d'actions a développé une

préférence enracinée pour les grandes entreprises et un préjudice similaire contre les petites. Ce préjugé, comme beaucoup d'autres, tend à s'affaiblir à mesure que les marchés haussiers se développent; les bénéfices importants et rapides des actions ordinaires dans leur ensemble sont suffisants pour émousser la faculté critique du public, tout comme ils aiguisent son instinct d'acquisition. Au cours de ces périodes, également, un certain nombre de préoccupations privées peuvent être trouvées qui obtiennent d'excellents résultats - bien que la plupart d'entre elles ne présenteraient pas un record trop impressionnant si les chiffres étaient reportés, disons, dix ans ou plus.

Lorsque ces facteurs sont réunis, les conséquences suivantes se manifestent: Quelque part au milieu du marché haussier, les premières flottations d'actions ordinaires font leur apparition. Ces prix ne sont pas attractifs et certains gros profits sont réalisés par les acheteurs des premières émissions. Alors que la hausse du marché se poursuit, cette marque de financement devient plus fréquente; la qualité des entreprises devient de plus en plus pauvre; les prix demandés et obtenus frôlaient l'exorbitant. Un signe assez fiable de la fin imminente d'un swing haussier est le fait que de nouvelles actions ordinaires de petites sociétés non décrites sont proposées à des prix légèrement supérieurs au niveau actuel pour de nombreuses moyennes entreprises ayant une longue histoire de marché. (Il convient d'ajouter que très peu de ce financement par actions ordinaires est généralement effectué par des sociétés bancaires de taille et de réputation de premier ordre.)*

L'insouciance du public et la volonté des organisations de vente de vendre tout ce qui peut être vendu de manière rentable ne peut avoir qu'un seul résultat: l'effondrement des prix. Dans de nombreux cas, les nouvelles émissions perdent 75% et plus de leur prix d'offre. La situation est aggravée par le fait susmentionné que, au fond, le public a une réelle aversion pour le genre même de petit problème qu'il a acheté si facilement dans ses moments d'insouciance. Bon nombre de ces émissions tombent, proportionnellement, autant en dessous de leur valeur réelle qu’autrefois au-dessus.

Une exigence élémentaire pour l'investisseur intelligent est une capacité à résister aux flatteries des vendeurs proposant de nouvelles émissions d'actions ordinaires pendant les marchés haussiers. Même si un ou deux peuvent passer des tests sévères de qualité et de valeur, c'est probablement une mauvaise politique de se mélanger dans ce genre d'entreprise. Bien sûr, le vendeur signalera de nombreux problèmes de ce type qui ont connu des avancées importantes sur le marché, y compris certains qui augmentent de façon spectaculaire le jour même de leur vente. Mais tout cela fait partie de

l'atmosphère spéculative. C'est de l'argent facile. Pour chaque dollar que vous gagnez de cette manière, vous aurez de la chance si vous finissez par en perdre seulement deux.

Certains de ces problèmes peuvent s'avérer d'excellents achats - quelques années plus tard, lorsque personne ne veut d'eux et ils peuvent être obtenus à une petite fraction de leur valeur réelle.

Dans l'édition de 1965, nous avons poursuivi notre discussion sur ce sujet comme suit:

Bien que les aspects plus larges du comportement du marché boursier depuis 1949 ne se soient pas bien prêtés à une analyse basée sur une longue expérience, le développement de nouvelles flottations d'actions ordinaires s'est déroulé exactement conformément à une ancienne prescription. Il est douteux que nous ayons jamais eu autant de nouvelles émissions offertes, de si faible qualité et avec des effondrements de prix aussi extrêmes, comme nous l'avons connu en 1960-1962. [4] La capacité de la bourse dans son ensemble à se dégager rapidement de cette catastrophe est en effet un phénomène extraordinaire, ramenant des souvenirs longtemps enfouis de l'invulnérabilité similaire qu'elle a montrée lors du grand effondrement de l'immobilier en Floride en 1925.

Doit-il y avoir un retour de la folie des nouvelles actions avant que le marché haussier actuel ne touche à sa fin définitive? Qui sait? Mais nous savons qu'un investisseur intelligent n'oubliera pas ce qui s'est passé en 1962 et permettra à d'autres de réaliser le prochain lot de profits rapides dans ce domaine et de subir les pertes douloureuses qui en découlent.

Nous avons suivi ces paragraphes dans l'édition de 1965 en citant «Un exemple horrible», à savoir la vente d'actions d'Aetna Maintenance Co. à 9 $ en novembre 1961. De façon typique, les actions ont rapidement progressé à 15 $; l'année suivante, ils sont tombés à 2 3/8 et en 1964 à 7/8. L'histoire ultérieure de cette entreprise a été extraordinaire et illustre certaines des étranges métamorphoses qui ont eu lieu dans les affaires américaines, grandes et petites, ces dernières années. Le lecteur curieux trouvera l'histoire ancienne et récente de cette entreprise dans l'annexe 5.

Il n'est nullement difficile de fournir des exemples encore plus déchirants tirés de la version la plus récente de «la même vieille histoire», qui couvrait les années 1967-1970. Rien ne pourrait être plus conforme à notre objectif que le cas d'AAA Enterprises, qui se trouve être la première entreprise alors répertoriée dans le *guide des actions* Standard & Poor's . Les actions ont été vendues au public à 14 dollars en 1968,

rapidement passées à 28, mais au début de 1971, elles étaient cotées à un lamentable 25 ¢. (Même ce prix représentait une surévaluation brutale de l'entreprise, car elle venait d'entrer dans le tribunal de faillite dans un état désespéré.) Il y a tellement de choses à apprendre, et des avertissements si importants à glaner, de l'histoire de cette introduction en bourse que nous l'ont réservé pour un traitement détaillé ci-dessous, au chapitre 17.

Commentaire sur le chapitre 6

Les coups que vous manquez sont ceux qui vous fatiguent.

—*Entraîneur de boxe Angelo Dundee*

F ou agressif, ainsi que l'investisseur défensif, ce que vous ne faites pas est aussi important pour votre succès en tant que ce que vous faites. Dans ce chapitre, Graham énumère ses «choses à ne pas faire» pour les investisseurs agressifs. Voici une liste pour aujourd'hui.

Chiens Junkyard?

Les obligations à haut rendement - que Graham appelle «de deuxième catégorie» ou «de qualité inférieure» et sont aujourd'hui appelées «obligations de pacotille» - échappent vivement à Graham. À son époque, il était trop coûteux et trop lourd pour un investisseur individuel de diversifier les risques de défaillance.[1] (Pour savoir à quel point un défaut peut être mauvais et à quel point même les investisseurs obligataires professionnels «sophistiqués» peuvent en acheter un, voir l'encadré à la p. 146.) Aujourd'hui, cependant, plus de 130 fonds communs de placement se spécialisent dans les obligations indésirables. Ces fonds achètent de la camelote par le panier; ils détiennent des dizaines d'obligations différentes. Cela atténue les plaintes de Graham concernant la difficulté de se diversifier. (Cependant, son parti pris contre les actions privilégiées à haut rendement reste valable, car il n'existe aucun moyen bon marché et largement disponible de répartir leurs risques.)

Depuis 1978, une moyenne annuelle de 4,4% du marché des obligations de pacotille est devenue défaillante - mais, même après ces défauts, les obligations de pacotille ont toujours produit un rendement annualisé de 10,5%, contre 8,6% pour les bons du Trésor américain à 10 ans.[2] Malheureusement, la plupart des junk bonds *fonds* frais élevés et font un mauvais travail de préserver le capital initial de votre investissement. Un fonds indésirable pourrait être approprié si vous êtes retraité, que vous recherchez un revenu mensuel supplémentaire pour compléter votre pension et que vous pouvez tolérer des chutes de valeur temporaires. Si vous travaillez dans une banque ou une autre société financière, une forte hausse des taux d'intérêt pourrait limiter votre augmentation ou même menacer la sécurité de votre emploi. Par conséquent, un fonds indésirable, qui a tendance à surclasser la plupart des autres fonds obligataires lorsque les taux d'intérêt augmentent, pourrait faire sens comme un contrepoids dans votre 401 (k). Un fonds d'obligations indésirables, cependant, n'est qu'une option mineure - et non une obligation - pour l'investisseur intelligent.

UN MONDE DE MAL POUR LES OBLIGATIONS DE WORLDCOM

Acheter une obligation uniquement pour son rendement, c'est comme se marier uniquement pour le sexe. Si la chose qui vous a attiré en premier se tarit, vous vous demanderez: «Qu'y a-t-il d'autre?» Lorsque la réponse est «Rien», les conjoints et les obligataires se retrouvent avec le cœur brisé.

Le 9 mai 2001, WorldCom, Inc. a vendu la plus importante offre d'obligations de l'histoire des sociétés américaines - 11,9 milliards de dollars. Parmi les castors impatients attirés par les rendements pouvant atteindre 8,3%, citons le California Public Employees 'Retirement System, l'un des plus grands fonds de pension au monde; Retirement Systems of Alabama, dont les dirigeants ont expliqué plus tard que «les rendements plus élevés» étaient «très attractifs pour nous au moment de leur achat»; et le Strong Corporate Bond Fund, dont le comanager aimait tellement le rendement en matières grasses de WorldCom qu'il se vantait, «nous recevons plus que suffisamment de revenus supplémentaires pour le risque».[1]

Mais même un coup d'œil de 30 secondes sur le prospectus obligataire de WorldCom aurait montré que ces obligations n'avaient rien d'autre à offrir *que* leur rendement - et tout à perdre. Au cours de deux des cinq années précédentes, les revenus avant impôts de WorldCom (les bénéfices de la société avant de payer ses cotisations à l'IRS) n'ont pas

couvert ses frais fixes (les coûts de paiement des intérêts à ses obligataires) par un formidable 4,1 milliards de dollars. WorldCom ne pouvait couvrir ces paiements obligataires qu'en empruntant plus d'argent aux banques. Et maintenant, avec cette nouvelle aide montagneuse d'obligations, WorldCom a engraissé ses frais d'intérêts de 900 millions de dollars supplémentaires par an![2] Comme M. Creosote dans *Le sens de la vie de Monty Python,* WorldCom se gorgeait au point d'éclater.

Aucun rendement ne pourra jamais être suffisamment élevé pour compenser un investisseur pour avoir risqué ce type d'explosion. Les obligations WorldCom ont produit des rendements en matières grasses allant jusqu'à 8% pendant quelques mois. Puis, comme Graham l'aurait prédit, le rendement n'a soudainement offert aucun abri:

- WorldCom a déposé son bilan en juillet 2002.
- WorldCom a reconnu en août 2002 qu'elle avait surestimé ses revenus de plus de 7 milliards de dollars.[3]
- Les obligations de WorldCom ont fait défaut lorsque la société n'a plus pu couvrir leurs frais d'intérêt; les obligations ont perdu plus de 80% de leur valeur d'origine.

Le portefeuille Vodka-et-Burrito

Graham considérait les obligations étrangères comme un meilleur pari que les obligations indésirables.[3] Aujourd'hui, cependant, une variété d'obligations étrangères peut avoir un certain attrait pour les investisseurs qui peuvent supporter beaucoup de risques. Une douzaine de fonds communs de placement se spécialisent dans les obligations émises dans les pays des marchés émergents (ou ce que l'on appelait autrefois les «pays du tiers monde») comme le Brésil, le Mexique, le Nigéria, la Russie et le Venezuela. Aucun investisseur sensé ne mettrait plus de 10% d'un portefeuille obligataire total dans des avoirs épicés comme ceux-ci. Mais les fonds obligataires des marchés émergents évoluent rarement en synchronisation avec le marché boursier américain, ils sont donc l'un des rares investissements qui ne devraient pas baisser simplement parce que le Dow Jones est en baisse. Cela peut vous donner un petit coin de confort dans votre portefeuille au moment où vous en avez le plus besoin.[4]

Mourir la mort d'un commerçant

Comme nous l'avons déjà vu au chapitre 1, le day trading - détenir des actions pendant quelques heures à la fois - est l'une des meilleures armes jamais inventées pour se suicider financièrement. Certains de vos métiers pourraient faire de l'argent, la plupart de vos métiers perdront de l'argent, mais votre courtier fera toujours de l'argent.

Et votre propre envie d'acheter ou de vendre un stock peut réduire votre rendement. Quelqu'un qui cherche désespérément à acheter un titre peut facilement finir par devoir offrir 10 cents de plus que le cours de l'action le plus récent avant que les vendeurs ne soient prêts à s'en séparer. Ce coût supplémentaire, appelé «impact sur le marché», n'apparaît jamais sur votre relevé de courtage, mais il est réel. Si vous êtes trop pressé pour acheter 1000 actions et que vous augmentez son prix de seulement cinq cents, vous venez de vous coûter 50 $, invisible mais bien réel. D'un autre côté, lorsque les investisseurs paniqués sont impatients de vendre une action et la vendent à un prix inférieur au prix le plus récent, l'impact sur le marché frappe à nouveau.

Les coûts de trading usent vos rendements comme autant de coupes de papier de verre. L'achat ou la vente d'un petit stock chaud peut coûter de 2% à 4% (ou de 4% à 8% pour une transaction d'achat-vente «aller-retour»).[5] Si vous placez 1 000 $ dans un titre, vos frais de négociation pourraient consommer environ 40 $ avant même de commencer. Vendez le stock et vous pourriez débourser plus de 4% de frais de négociation.

Oh, oui, il y a une autre chose. Lorsque vous négociez au lieu d'investir, vous transformez les gains à long terme (imposés à un taux maximum de 20% de gains en capital) en revenus ordinaires (imposés à un taux maximal de 38,6%).

Ajoutez tout cela, et un trader en bourse doit gagner au moins 10% *juste pour atteindre* le *seuil de rentabilité* en achetant et en vendant un stock.[6] N'importe qui peut le faire une seule fois, par chance seulement. Il est impossible de le faire assez souvent pour justifier l'attention obsessionnelle dont il a besoin, ainsi que le stress cauchemardesque qu'il génère.

Des milliers de personnes ont essayé, et les preuves sont claires: plus vous échangez, moins vous conservez.

Les professeurs de finance Brad Barber et Terrance Odean de l'Université de Californie ont examiné les dossiers commerciaux de plus de 66 000 clients d'une grande société de courtage à escompte. De 1991 à 1996, ces clients ont effectué plus de 1,9 million de transactions. Avant que

les coûts de l'échange ne pèsent sur leurs rendements, les personnes participant à l'étude ont en fait surperformé le marché en moyenne d'au moins un demi-point de pourcentage par an. Mais après les coûts de négociation, les plus actifs de ces commerçants - qui ont déplacé plus de 20% de leurs actions par mois - sont passés de battre le marché à sous-performer de 6,4 points de pourcentage par an. Les investisseurs les plus patients, cependant, qui ont échangé un minuscule 0,2% de leurs avoirs totaux au cours d'un mois moyen, ont réussi à surpasser le marché par une moustache, même après leurs coûts de négociation. Au lieu de donner une énorme partie de leurs gains à leurs courtiers et à l'IRS, ils ont dû garder presque tout.[7] Pour un aperçu de ces résultats, voir la figure 6-1.

La leçon est claire: ne faites pas simplement quelque chose, restez là. Il est temps pour tout le monde de reconnaître que le terme «investisseur à long terme» est redondant. Un investisseur à long terme est le seul type d'investisseur qui existe. Quelqu'un qui ne peut pas conserver les stocks pendant plus de quelques mois à la fois est condamné à finir non pas comme un vainqueur mais comme une victime.

Le lève-tôt devient vermifugé

Parmi les toxines de s'enrichir rapidement qui ont empoisonné l'esprit du public investisseur dans les années 1990, l'une des plus meurtrières était l'idée que vous pouvez créer de la richesse en achetant des introductions en bourse. Une introduction en bourse est une «introduction en bourse», ou la première vente d'actions d'une entreprise au public. À première vue, investir dans les introductions en bourse semble être une excellente idée.Après tout, si vous aviez acheté 100 actions de Microsoft lors de son introduction en bourse le 13 mars 1986, votre investissement de 2100 $ serait passé à 720 000 $ au début de 2003.[8] Et les professeurs de finance Jay Ritter et William Schwert ont montré que si vous aviez réparti un total de 1 000 $ seulement sur chaque introduction en bourse en janvier 1960, à son prix d'offre, vendu à la fin de ce mois, puis réinvesti dans chaque récolte de chaque mois successif des introductions en bourse, votre portefeuille aurait valu plus de 533 milliards de dollars à la fin de 2001.

(Sur la page imprimée, cela ressemble à ceci: 533 000 000 000 000 000 000 000 000 000 000 000 000.)

FIGURE 6-1

Plus vite vous courez, plus vous vous gênez

Les chercheurs Brad Barber et Terrance Odean ont divisé des milliers de commerçants en cinq niveaux en fonction de la fréquence à laquelle ils ont remis leurs avoirs. Ceux qui ont le moins échangé (à gauche) ont gardé la plupart de leurs gains. Mais les commerçants impatients et hyperactifs ont enrichi leurs courtiers, pas eux-mêmes. (Les barres à l'extrême droite montrent un fonds indiciel de marché pour comparaison.)

Source: Profs. Brad Barber, Université de Californie à Davis, et Terrance Odean, Université de Californie à Berkeley

Malheureusement, pour chaque introduction en bourse comme Microsoft qui se révèle être un grand gagnant, il y a des milliers de perdants. Les psychologues Daniel Kahnerman et Amos Tversky ont montré que lorsque les humains estiment la probabilité ou la fréquence d'un événement, nous faisons ce jugement non pas en fonction de la fréquence de l'événement, mais de la vivacité des exemples passés. Nous voulons tous acheter «le prochain Microsoft», précisément parce que nous savons que nous n'avons pas acheté le premier Microsoft. Mais nous oublions commodément que la plupart des autres introductions en bourse ont été de terribles investissements. Vous n'auriez pu gagner ce gain de 533 milliards de dollars que si vous n'aviez jamais manqué un seul des rares gagnants du marché des PAPE - une impossibilité pratique. Enfin, la plupart des rendements élevés des introductions en bourse sont capturés par les membres d'un club privé exclusif - les grandes banques d'investissement et les sociétés de fonds qui obtiennent des actions au prix initial (ou de «souscription»), avant que le titre ne commence à être coté en bourse. Les plus grandes «ruptures» se produisent souvent dans des actions si petites

que même de nombreux gros investisseurs ne peuvent obtenir aucune action; il n'y a tout simplement pas assez pour faire le tour.

Si, comme presque tous les investisseurs, vous ne pouvez accéder aux introductions en bourse qu'après *que* leurs actions ont explosé au-dessus du prix initial exclusif, vos résultats seront terribles. De 1980 à 2001, si vous aviez acheté l'introduction en bourse moyenne à son premier cours de clôture public et conservé pendant trois ans, vous auriez sous-performé le marché de plus de 23 points de pourcentage par an.[9]

Peut-être qu'aucune action ne personnifie le rêve de pipe de devenir riche grâce aux introductions en bourse mieux que VA Linux. «LNUX THE NEXT MSFT», exulta un des premiers propriétaires; "ACHETEZ MAINTENANT ET RETRAITEZ DANS CINQ ANS À PARTIR DE MAINTENANT."[10] Le 9 décembre 1999, l'action a été placée à un prix public initial de 30 $. Mais la demande pour les actions était si féroce que lorsque le NASDAQ a ouvert ses portes ce matin-là, aucun des premiers propriétaires de VA Linux ne lâchait d'actions jusqu'à ce que le prix atteigne 299 $. Le titre a culminé à 320 $ et clôturé à 239,25 $, un gain de 697,5% *en une seule journée.* Mais ce gain n'a été gagné que par une poignée de commerçants institutionnels; les investisseurs individuels ont été presque entièrement gelés.

Plus important encore, l'achat d'introductions en bourse est une mauvaise idée car il viole de manière flagrante l'une des règles les plus fondamentales de Graham: peu importe le nombre de personnes qui souhaitent acheter une action, vous ne devez acheter que si l'action est un moyen bon marché de posséder une entreprise souhaitable. Au prix de pointe le premier jour, les investisseurs évaluaient les actions de VA Linux à un total de 12,7 milliards de dollars. Quelle était la valeur de l'entreprise? Moins de cinq ans, VA Linux avait vendu un total cumulé de 44 millions de dollars de ses logiciels et services - mais avait perdu 25 millions de dollars dans le processus. Au cours de son dernier trimestre fiscal, VA Linux avait généré 15 millions de dollars de ventes mais en avait perdu 10 millions. Cette entreprise perdait alors près de 70 cents sur chaque dollar investi. Le déficit accumulé de VA Linux (le montant par lequel ses dépenses totales avaient dépassé ses revenus) était de 30 millions de dollars.

Si VA Linux était une entreprise privée détenue par le gars qui habite à côté, et qu'il se penchait sur le piquet de grève et vous demandait combien vous paieriez pour lui enlever sa petite entreprise en difficulté, répondriez-vous: «Oh, 12,7 milliards de dollars cela m'a l'air correct"? Ou voudriez-vous plutôt sourire poliment, retourner à votre barbecue et vous demander

ce que votre voisin fumait? En se fondant exclusivement sur notre propre jugement, aucun de nous ne serait surpris à accepter de payer près de 13 milliards de dollars pour un perdant qui était déjà de 30 millions de dollars dans le trou.

Mais lorsque nous sommes en public plutôt qu'en privé, lorsque l'évaluation devient soudainement un concours de popularité, le prix d'une action semble plus important que la valeur de l'entreprise qu'elle représente. Tant que quelqu'un paiera encore plus que vous pour un stock, pourquoi est-ce important pour l'entreprise?

Ce graphique montre pourquoi c'est important.

FIGURE 6-2

La légende de VA Linux

Après être monté comme une fusée à bouteille lors de ce premier jour de négociation, VA Linux est tombé comme une brique beurrée. Le 9 décembre 2002, trois ans jour pour jour après que le titre était à 239,50 $, VA Linux a clôturé à 1,19 $ par action.

En pesant objectivement les preuves, l'investisseur intelligent devrait conclure que l'introduction en bourse ne signifie pas seulement «introduction en bourse». Plus précisément, elle est aussi un raccourci pour:

C'est probablement trop cher,

Profits imaginaires uniquement,

Opportunité privée d'initié, ou

Idiotique, préposterous et scandaleux.

Chapitre 7
Politique de portefeuille pour l'investisseur entreprenant: le côté positif

L' investisseur entreprenant, par définition, consacrera une bonne partie de son attention et de ses efforts à l'obtention d'un résultat d'investissement supérieur à celui du marché. Dans notre discussion sur la politique générale d'investissement, nous avons fait quelques suggestions concernant *les investissements obligataires* qui s'adressent principalement à l'investisseur entreprenant. Il pourrait être intéressé par des opportunités spéciales des types suivants:

1. Obligations de la New Housing Authority libres d'impôt effectivement garanties par le gouvernement américain.
2. Obligations New Community imposables mais à haut rendement, également garanties par le gouvernement américain.
3. Obligations industrielles non imposables émises par les municipalités, mais servies par des paiements de location effectués par des sociétés solides.

Des références ont été faites à ces types inhabituels d'émissions obligataires au chapitre 4.*

À l'autre extrémité du spectre, il peut y avoir des obligations de qualité inférieure pouvant être obtenues à des prix si bas qu'elles constituent de véritables opportunités de négociation. Mais ceux-ci appartiendraient au domaine de la «situation spéciale», où aucune véritable distinction n'existe entre les obligations et les actions ordinaires.‡

Opérations sur actions ordinaires

Les activités spécialement caractéristiques de l'investisseur entreprenant dans le domaine des actions ordinaires peuvent être classées sous quatre rubriques:

1. Acheter sur les marchés bas et vendre sur les marchés hauts
2. Acheter des «valeurs de croissance» soigneusement choisies
3. Problèmes d'achat de divers types
4. Acheter dans des «situations spéciales»

Politique générale du marché - Calendrier des formules

Nous réservons pour le chapitre suivant notre discussion sur les possibilités et les limites d'une politique d'entrée sur le marché lorsqu'elle est déprimée et vendue aux stades avancés d'un boom. Pendant de nombreuses années dans le passé, cette idée brillante est apparue à la fois simple et réalisable, du moins dès la première inspection d'un graphique du marché couvrant ses fluctuations périodiques. Nous avons déjà admis avec regret que l'action du marché au cours des 20 dernières années ne s'est pas prêtée à des opérations de ce type sur une base mathématique. Les fluctuations qui ont eu lieu, bien qu'elles ne soient pas négligeables, auraient nécessité un talent ou une «sensation» particuliers pour le commerce afin d'en tirer parti. C'est quelque chose de tout à fait différent de l'intelligence que nous supposons chez nos lecteurs, et nous devons exclure les opérations basées sur une telle compétence de notre mandat.

Le plan 50-50, que nous avons proposé à l'investisseur défensif et décrit à la p. 90, est la meilleure formule spécifique ou automatique que nous puissions recommander à tous les investisseurs dans les conditions de 1972. Mais nous avons conservé une large marge de manœuvre entre le minimum de 25% et le maximum de 75% en actions ordinaires, ce que nous permettons aux investisseurs qui ont de fortes convictions quant au danger ou à l'attractivité du niveau général du marché. Il y a une vingtaine d'années, il a été possible d'examiner en détail un certain nombre de formules précises pour faire varier le pourcentage détenu dans les actions ordinaires, avec la certitude que ces plans avaient une utilité pratique. [1] L'époque semble avoir dépassé de telles approches et il ne servirait à rien d'essayer de déterminer de nouveaux niveaux d'achat et de vente hors du marché depuis 1949. C'est une période trop courte pour fournir un guide fiable pour l'avenir.[*]

Approche croissance-stock

Chaque investisseur souhaite sélectionner les actions des sociétés qui feront mieux que la moyenne sur une période de plusieurs années. Un stock de croissance peut être défini comme celui qui l'a fait dans le passé et

devrait le faire à l'avenir. [2] Il semble donc logique que l'investisseur intelligent se concentre sur la sélection des valeurs de croissance. En fait, la question est plus compliquée, comme nous allons essayer de le montrer.

C'est une simple corvée statistique d'identifier les entreprises qui ont «surpassé les moyennes» dans le passé. L'investisseur peut obtenir une liste de 50 ou 100 de ces entreprises auprès de son courtier.[‡] Pourquoi, alors, ne devrait-il pas simplement choisir les 15 ou 20 problèmes les plus probables de ce groupe et voilà! il a un portefeuille d'actions garanti avec succès?

Il y a deux prises à cette idée simple. La première est que les actions ordinaires ayant de bons résultats et des perspectives apparemment bonnes se vendent à des prix élevés. L'investisseur a peut-être raison de juger de ses perspectives et ne s'en sort pas particulièrement bien, simplement parce qu'il a payé en totalité (et peut-être en trop) la prospérité attendue. La seconde est que son jugement sur l'avenir peut s'avérer faux. Une croissance inhabituellement rapide ne peut pas durer éternellement; lorsqu'une entreprise a déjà enregistré une expansion brillante, son augmentation même de taille rend plus difficile la répétition de sa réalisation. À un moment donné, la courbe de croissance s'aplatit et, dans de nombreux cas, elle baisse.

Il est évident que si l'on se limite à quelques exemples choisis, avec le recul, il pourrait démontrer que des fortunes peuvent facilement être gagnées ou perdues dans le domaine du stock de croissance. Comment juger équitablement les résultats globaux pouvant être obtenus ici? Nous pensons que des conclusions raisonnablement solides peuvent être tirées d'une étude des résultats obtenus par les fonds d'investissement spécialisés dans l'approche croissance-stock. Le manuel faisant autorité intitulé *Investment Companies,* publié chaque année par Arthur Wiesenberger & Company, membres de la Bourse de New York, calcule la performance annuelle de quelque 120 «fonds de croissance» sur une période de plusieurs années. Parmi ceux-ci, 45 ont des dossiers couvrant dix ans ou plus. Le gain global moyen de ces sociétés, non pondéré en fonction de la taille du fonds, s'établit à 108% pour la décennie 1961–1970, contre 105% pour le composite S&P et 83% pour le DJIA. [3] Au cours des deux années 1969 et 1970, la majorité des 126 «fonds de croissance» ont fait pire que les deux indices. Des résultats similaires ont été trouvés dans nos études antérieures. L'implication ici est qu'aucune récompense exceptionnelle n'est venue d'un investissement diversifié dans des sociétés en croissance par rapport à celui des actions ordinaires en général.[*]

Il n'y a aucune raison de penser que l'investisseur intelligent moyen, même avec beaucoup d'efforts dévoués, peut tirer de meilleurs résultats au fil des ans de l'achat de titres de croissance que les sociétés d'investissement spécialisées dans ce domaine. Ces organisations ont sûrement plus de cerveaux et de meilleures installations de recherche à votre disposition que vous. Par conséquent, nous devons déconseiller le type habituel d'engagement en actions de croissance pour l'investisseur entreprenant.* Celui-ci est celui dans lequel les excellentes perspectives sont pleinement reconnues sur le marché et se reflètent déjà dans un ratio cours-bénéfice actuel, disons supérieur à 20. (Pour l'investisseur défensif, nous avons suggéré une limite supérieure du prix d'achat à 25 fois la moyenne revenus des sept dernières années. Les deux critères seraient à peu près équivalents dans la plupart des cas.)‡

La chose frappante au sujet des actions de croissance en tant que classe est leur tendance à de larges fluctuations du prix du marché. Cela est vrai pour les sociétés les plus grandes et les plus anciennes, telles que General Electric et International Business Machines, et encore plus pour les nouvelles et petites entreprises prospères. Ils illustrent notre thèse selon laquelle la principale caractéristique du marché boursier depuis 1949 a été l'injection d'un élément hautement spéculatif dans les actions des sociétés qui ont remporté les plus brillants succès et qui, elles-mêmes, auraient droit à une cote d'investissement élevée. (Leur solvabilité est la meilleure et ils paient les taux d'intérêt les plus bas sur leurs emprunts.) Le calibre d'investissement d'une telle *société* peut ne pas changer sur une longue période d'années, mais les caractéristiques de risque de ses *actions* dépendront de ce qui se passe. à elle en bourse. Plus le public est enthousiaste à son sujet et plus sa progression est rapide par rapport à la croissance réelle de ses revenus, plus elle devient risquée.*

Mais n'est-il pas vrai, le lecteur peut se demander, que les très grosses fortunes des actions ordinaires ont été récoltées par ceux qui ont pris un engagement substantiel au cours des premières années d'une entreprise en l'avenir de laquelle ils avaient une grande confiance et qui détenaient leurs actions d'origine inébranlable alors qu'ils ont augmenté de 100 fois ou plus en valeur? La réponse est «Oui». Mais les grandes fortunes des investissements dans une seule entreprise sont presque toujours réalisées par des personnes qui ont une relation étroite avec l'entreprise en particulier - par le biais de l'emploi, du lien familial, etc. - ce qui les justifie de placer une grande partie des leurs ressources sur un seul support et tenant cet engagement à travers toutes les vicissitudes, malgré de nombreuses tentations de vendre à des prix apparemment élevés en cours de route. Un investisseur sans un contact personnel aussi étroit sera

constamment confronté à la question de savoir si une trop grande partie de ses fonds se trouve sur ce seul support.[*] Chaque déclin - aussi temporaire qu'il se révèle dans la suite - accentuera son problème; et les pressions internes et externes sont susceptibles de l'obliger à prendre ce qui semble être un bon profit, mais bien moins que la manne ultime. [4]

Trois domaines recommandés pour «l'investissement entreprenant»

Pour obtenir des résultats d'investissement supérieurs à la moyenne sur un long pull, il faut une politique de sélection ou d'opération possédant un double mérite: (1) Elle doit répondre à des tests objectifs ou rationnels de solidité sous-jacente; et (2) elle doit être différente de la politique suivie par la plupart des investisseurs ou des spéculateurs. Notre expérience et notre étude nous amènent à recommander trois approches d'investissement qui répondent à ces critères. Ils diffèrent assez largement les uns des autres, et chacun peut exiger un type différent de connaissances et de tempérament de la part de ceux qui le testent.

La grande entreprise relativement impopulaire

Si nous supposons que le marché a l'habitude de surévaluer les actions ordinaires qui ont affiché une excellente croissance ou qui sont glamour

pour une autre raison, il est logique de s'attendre à ce qu'il sous-évalue - relativement, au moins - les entreprises qui ne sont pas en faveur en raison de développements insatisfaisants de nature temporaire. Cela peut être défini comme une loi fondamentale du marché boursier, et il suggère une approche d'investissement qui devrait être à la fois conservatrice et prometteuse.

La principale exigence ici est que l'investisseur entreprenant se concentre sur les grandes entreprises qui traversent une période d'impopularité. Bien que les petites entreprises puissent également être sous-évaluées pour des raisons similaires, et dans de nombreux cas, augmenter ultérieurement leurs bénéfices et le cours de leurs actions, elles comportent le risque d'une perte de rentabilité définitive et également d'une négligence prolongée du marché malgré de meilleurs bénéfices. Les grandes entreprises ont ainsi un double avantage sur les autres. Premièrement, ils ont les ressources en capital et en cervelle pour les surmonter dans l'adversité et retrouver une base de revenus satisfaisante. Deuxièmement, le marché est susceptible de réagir avec une rapidité raisonnable à toute amélioration indiquée.

Une démonstration remarquable de la solidité de cette thèse se trouve dans les études du comportement des prix des questions impopulaires dans le Dow Jones Industrial Average. Dans ceux-ci, il a été supposé qu'un investissement était effectué chaque année dans les six ou les dix émissions du DJIA qui se vendaient aux multiplicateurs les plus bas de leurs revenus de l'année en cours ou de l'année précédente. Celles-ci pourraient être appelées les actions «les moins chères» de la liste, et leur bon marché était évidemment le reflet d'une relative impopularité auprès des investisseurs ou des commerçants. On a en outre supposé que ces achats avaient été vendus à la fin de périodes de détention allant d'un à cinq ans. Les résultats de ces investissements ont ensuite été comparés aux résultats présentés dans le DJIA dans son ensemble ou dans le groupe multiplicateur le plus élevé (c'est-à-dire le plus populaire).

Les informations détaillées dont nous disposons couvrent les résultats des achats annuels supposés au cours de chacune des 53 dernières années. [5] Au début, de 1917 à 1933, cette approche s'est avérée non rentable. Mais depuis 1933, la méthode a donné de très bons résultats. En 34 tests effectués par Drexel & Company (maintenant Drexel Firestone)[*] de détention d'un an - de 1937 à 1969 - les actions bon marché ont fait pire que le DJIA dans trois cas seulement; les résultats étaient à peu près les mêmes dans six cas; et les actions bon marché ont clairement surpassé la moyenne en 25 ans. La performance toujours meilleure des stocks à faible

multiplicateur est illustrée (tableau 7-2) par les résultats moyens pour les périodes successives de cinq ans, par rapport à ceux du DJIA et des dix multiplicateurs élevés.

TABLEAU 7-2 Gain ou perte annuel moyen en pourcentage sur les questions de test, 1937–1969

Le calcul Drexel montre en outre qu'un investissement initial de 10 000 $ fait dans les émissions à faible multiplicateur en 1936, et changé chaque année conformément au principe, serait passé à 66 900 $ en 1962. Les mêmes opérations dans les actions à multiplicateur élevé auraient pris fin d'une valeur de seulement 25 300 $; alors qu'une opération dans les trente actions aurait porté le fonds initial à 44 000 $.[‡]

Le concept d'achat de «grandes entreprises impopulaires» et son exécution au niveau du groupe, comme décrit ci-dessus, sont tous deux assez simples. Mais en considérant les sociétés individuelles, il faut parfois tenir compte d'un facteur spécial d'importation opposée. Les entreprises qui sont intrinsèquement spéculatives en raison de revenus très variables ont tendance à vendre à la fois à un prix relativement élevé et à un multiplicateur relativement faible dans leurs bonnes années, et inversement à des prix bas et à des multiplicateurs élevés dans leurs mauvaises années. Ces relations sont illustrées dans le tableau 7-3, couvrant les fluctuations de Chrysler Corp. common. Dans ces cas, le marché est suffisamment sceptique quant à la poursuite des bénéfices anormalement élevés pour les évaluer de manière conservatrice, et inversement lorsque les bénéfices sont faibles ou inexistants. (Notez que, selon l'arithmétique, si une entreprise gagne «presque rien», ses actions doivent se vendre à un multiplicateur élevé de ces bénéfices minuscules.)

En l'occurrence, Chrysler a été tout à fait exceptionnelle dans la liste DJIA des principales sociétés, et par conséquent cela n'a pas beaucoup affecté les calculs du faible multiplicateur. Il serait assez facile d'éviter d'inclure de tels problèmes anormaux dans une liste à faible multiplicateur en exigeant également que le prix soit bas par rapport
aux gains *moyens* passés ou par un test similaire.

Lors de la rédaction de cette révision, nous avons testé les résultats de la méthode DJIA à faible multiplicateur appliquée à un groupe supposé être acheté fin 1968 et réévalué le 30 juin 1971. Cette fois, les chiffres se sont révélés assez décevants, montrant une forte perte pour le multiplicateur bas six ou dix et un bon profit pour les sélections multiplicateur élevé. Ce seul mauvais exemple ne devrait pas vicier les conclusions basées sur une trentaine d'expériences, mais son récent événement lui donne un poids défavorable spécial. L'investisseur agressif devrait peut-être commencer par l'idée de «faible multiplicateur», mais y ajouter d'autres exigences quantitatives et qualitatives pour constituer son portefeuille.

TABLEAU 7-3 Prix et gains communs de Chrysler, 1952–1970

Achat de questions négociables

Nous définissons une question de négociation comme une question qui, sur la base des faits établis par l'analyse, semble valoir beaucoup plus qu'elle ne se vend. Le genre comprend des obligations et des actions privilégiées se vendant bien au pair, ainsi que des actions ordinaires. Pour être aussi concret que possible, suggérons qu'un problème n'est pas une véritable «affaire» à moins que la valeur indiquée soit au moins 50% supérieure au prix. Quels types de faits justifieraient la conclusion qu'il existe un si grand écart? Comment naissent les bonnes affaires et comment l'investisseur en profite-t-il?

Il existe deux tests permettant de détecter une aubaine d'actions ordinaires. Le premier est la méthode d'évaluation. Cela dépend en grande partie de l'estimation des gains futurs, puis de leur multiplication par un facteur approprié au problème particulier. Si la valeur résultante est suffisamment supérieure au prix du marché - et si l'investisseur a confiance dans la technique employée - il peut étiqueter le titre comme une bonne affaire. Le deuxième critère est la valeur de l'entreprise pour un propriétaire privé. Cette valeur est également souvent déterminée principalement par les bénéfices futurs attendus, auquel cas le résultat peut être identique au premier. Mais dans le deuxième test, une plus grande attention sera probablement accordée à la valeur de réalisation des *actifs,* avec un accent particulier sur l'actif net courant ou le fonds de roulement.

Aux points bas du marché général, une grande partie des actions ordinaires sont des problèmes de négociation, tels que mesurés par ces normes. (Un exemple typique était General Motors lorsqu'elle a vendu à moins de 30 en 1941, équivalant à seulement 5 pour les actions de 1971. Elle avait gagné plus de 4 $ et payé 3,50 $, ou plus, en dividendes.) Il est vrai que l'actuel les bénéfices et les perspectives immédiates peuvent tous deux être médiocres, mais une évaluation équilibrée des conditions futures moyennes indiquerait des valeurs bien supérieures aux prix en vigueur. Ainsi, la sagesse d'avoir du courage sur des marchés déprimés est confirmée non seulement par la voix de l'expérience mais aussi par l'application de techniques plausibles d'analyse de la valeur.

Les mêmes caprices du marché qui établissent régulièrement une condition de négociation dans la liste générale expliquent l’existence de nombreuses négociations individuelles à presque tous les niveaux du marché. Le marché aime faire des montagnes de taupinières et exagérer les vicissitudes ordinaires en revers majeurs.* Même un simple manque d'intérêt ou d'enthousiasme peut pousser une baisse des prix à des niveaux absurdement bas. Nous avons donc ce qui semble être deux sources principales de sous-évaluation: (1) des résultats actuellement décevants et (2) une négligence prolongée ou une impopularité.

Cependant, aucune de ces causes, si elle est considérée seule, ne peut être invoquée comme un guide pour un investissement en actions ordinaires réussi. Comment être sûr que les résultats actuellement décevants ne seront en effet que temporaires? Certes, nous pouvons fournir d'excellents exemples de cela. Les stocks d'acier étaient réputés pour leur qualité cyclique, et l'acheteur astucieux pouvait les acquérir à bas prix lorsque les bénéfices étaient bas et les vendre dans les années de boom

avec un bon profit. Un exemple spectaculaire est fourni par Chrysler Corporation, comme le montrent les données du tableau 7-3.

Si tel était le comportement *standard* des actions dont les bénéfices fluctuent, il serait facile de réaliser des bénéfices sur le marché boursier. Malheureusement, nous avons pu citer de nombreux exemples de baisse des bénéfices et des prix qui n'ont pas été automatiquement suivis d'une belle reprise des deux. Un tel était Anaconda Wire and Cable, qui avait des revenus importants jusqu'en 1956, avec un prix élevé de 85 cette année-là. Les gains ont ensuite diminué irrégulièrement pendant six ans; le prix est tombé à 23½ en 1962 et l'année suivante, il a été repris par sa société mère (Anaconda Corporation) à l'équivalent de seulement 33.

Les nombreuses expériences de ce type suggèrent que l'investisseur aurait besoin de plus qu'une simple baisse des bénéfices et du prix pour lui donner une base d'achat solide. Il devrait exiger une indication d'au moins une stabilité raisonnable des gains au cours de la dernière décennie ou plus - c'est-à-dire aucune année de déficit de gains - ainsi qu'une taille et une solidité financière suffisantes pour faire face à d'éventuels revers. La combinaison idéale ici est donc celle d'une grande entreprise de premier plan vendant à la fois bien en dessous de son prix moyen passé et de son multiplicateur prix / bénéfice moyen passé. Cela aurait sans doute exclu la plupart des opportunités rentables dans des sociétés telles que Chrysler, car leurs années de bas prix sont généralement accompagnées de ratios prix / bénéfices élevés. Mais assurons maintenant au lecteur - et nous le referons sans aucun doute - qu'il y a un monde de différence entre les "bénéfices rétrospectifs" et les "bénéfices en argent réel". Nous doutons sérieusement que le type de montagnes russes de type Chrysler convienne moyen pour les opérations de notre investisseur entreprenant.

Nous avons mentionné la négligence prolongée ou l'impopularité comme deuxième cause de baisse des prix à des niveaux anormalement bas. Un cas actuel de ce type semble être National Presto Industries. Sur le marché haussier de 1968, il s'est vendu à un sommet de 45, ce qui n'était que 8 fois le bénéfice de 5,61 $ pour cette année. Les bénéfices par action ont augmenté à la fois en 1969 et en 1970, mais le prix n'a baissé qu'à 21 en 1970. Cela représentait moins de 4 fois le bénéfice (record) de cette année-là et moins que sa valeur d'actif net actuel. En mars 1972, il se vendait à 34, toujours à peine 5½ fois le dernier bénéfice déclaré, et à peu près à sa valeur nette actualisée de l'actif.

Un autre exemple de ce type est actuellement fourni par Standard Oil of California, une préoccupation d'une importance majeure. Au début de 1972,

il se vendait à peu près au même prix que 13 ans auparavant, disons 56. Ses revenus avaient été remarquablement stables, avec une croissance relativement faible mais avec seulement une légère baisse sur toute la période. Sa valeur comptable était à peu près égale au prix du marché. Avec ce record conservateur favorable de 1958-1971, la société n'a jamais affiché un prix annuel moyen aussi élevé que 15 fois ses bénéfices actuels. Au début de 1972, le rapport cours / bénéfice n'était que d'environ 10.

Une troisième cause d'un prix indûment bas pour une action ordinaire peut être l'incapacité du marché à reconnaître sa véritable image des bénéfices. Notre exemple classique ici est Northern Pacific Railway qui, en 1946-1947, est passé de 36 à 13½. Le véritable bénéfice de la route en 1947 était proche de 10 $ par action. Le prix de l'action a été retenu en grande partie par son dividende de 1 $. Elle a également été négligée car une grande partie de sa puissance bénéficiaire était dissimulée par des méthodes comptables propres aux chemins de fer.

Le type de problème de négociation qui peut être le plus facilement identifié est une action ordinaire qui se vend à un prix inférieur au fonds de roulement net de la société, après déduction de toutes les obligations antérieures.* Cela signifierait que l'acheteur ne paierait rien du tout pour les immobilisations - bâtiments, machines, etc., ou tout élément de bonne volonté qui pourrait exister. Très peu d'entreprises s'avèrent avoir une valeur ultime inférieure au fonds de roulement seul, bien que des exemples dispersés puissent être trouvés. Ce qui est plutôt surprenant, c'est qu'il y a eu tant d'entreprises susceptibles d'être évaluées sur le marché sur cette base. Une compilation réalisée en 1957, alors que le niveau du marché n'était nullement bas, révélait environ 150 de ces actions ordinaires. Dans le tableau 7-4, nous résumons le résultat de l'achat, au 31 décembre 1957, d'une part de chacune des 85 sociétés de cette liste pour lesquelles des données figuraient dans le *Guide mensuel des stocks de* Standard & Poor's *,* et de les conserver pendant deux ans.

Par une sorte de coïncidence, chacun des groupes a progressé au cours des deux années pour se situer quelque part dans le voisinage de la valeur nette d'inventaire actuelle. Le gain pour l'ensemble du «portefeuille» sur cette période est de 75%, contre 50% pour les 425 industriels de Standard & Poor's. Ce qui est plus remarquable, c'est qu'aucun des problèmes n'a montré de pertes significatives, sept se sont maintenus à égalité et 78 ont montré des gains appréciables.

Notre expérience avec ce type de sélection de placements - sur une base diversifiée - a été uniformément bonne pendant de nombreuses années

avant 1957. On peut probablement affirmer sans hésitation qu'il constitue une méthode sûre et rentable pour déterminer et tirer parti des situations sous-évaluées. Cependant, pendant la progression générale du marché après 1957, le nombre de ces opportunités est devenu extrêmement limité, et bon nombre de celles qui étaient disponibles affichaient de faibles bénéfices d'exploitation, voire des pertes. Le déclin du marché de 1969–70 a produit une nouvelle récolte de ces stocks de «sous-fonds de roulement». Nous discutons de ce groupe au chapitre 15, sur la sélection des titres pour l'investisseur entreprenant.

TABLEAU 7-4 Expérience bénéficiaire des actions sous-évaluées, 1957–1959

B ARGAIN -I SSUE P ATTERN IN S ECONDARY C OMPANIES. Nous avons défini une entreprise secondaire comme une entreprise qui n'est pas un leader dans une industrie assez importante. C'est donc généralement l'une des plus petites préoccupations dans son domaine, mais elle peut tout aussi bien être l'unité principale d'une ligne sans importance. À titre d'exception, toute entreprise qui s'est imposée comme un titre de croissance n'est généralement pas considérée comme «secondaire».

Dans le grand marché haussier des années 1920, la distinction entre les leaders de l'industrie et les autres émissions cotées était relativement faible, à condition que ces dernières soient de taille respectable. Le public a estimé qu'une entreprise de taille moyenne était suffisamment forte pour résister aux tempêtes et qu'elle avait de meilleures chances de se développer de manière vraiment spectaculaire qu'une entreprise qui était déjà de dimensions importantes. La dépression des années 1931-1932 a cependant eu un impact particulièrement dévastateur sur les entreprises inférieures au premier rang, soit en taille, soit en stabilité intrinsèque. À la suite de cette expérience, les investisseurs ont depuis développé une préférence prononcée pour les chefs de file de l'industrie et un désintérêt correspondant la plupart du temps pour l'entreprise ordinaire d'importance secondaire. Cela signifie que ce dernier groupe a

généralement vendu à des prix beaucoup plus bas en termes de revenus et d'actifs que les premiers. Cela signifie en outre que, dans de nombreux cas, le prix est tombé à un niveau si bas qu'il a pu établir le problème dans la classe de négociation.

Lorsque les investisseurs ont rejeté les actions des sociétés secondaires, même si celles-ci se vendaient à des prix relativement bas, ils exprimaient la conviction ou la crainte que ces sociétés soient confrontées à un avenir sombre. En fait, au moins inconsciemment, ils ont calculé que *tout* prix était trop élevé pour eux parce qu'ils se dirigeaient vers l'extinction - tout comme en 1929, la théorie associée aux «blue chips» était qu'aucun prix n'était trop élevé pour eux parce que leurs possibilités futures étaient illimitées. Ces deux points de vue étaient exagérés et étaient à l'origine de graves erreurs d'investissement. En fait, la société cotée moyenne typique est une grande entreprise par rapport à la moyenne des entreprises privées. Il n'y a aucune raison valable pour que ces sociétés ne continuent pas indéfiniment de fonctionner, subissant les vicissitudes caractéristiques de notre économie mais gagnant dans l'ensemble un juste rendement sur leur capital investi.

Cette brève revue indique que l'attitude du marché boursier envers les sociétés secondaires a tendance à être irréaliste et, par conséquent, à créer en temps normal d'innombrables cas de sous-évaluation majeure. En l'occurrence, la période de la Seconde Guerre mondiale et le boom d'après-guerre ont été plus avantageux pour les petites entreprises que pour les plus grandes, car alors la concurrence normale pour les ventes a été suspendue et la première pourrait augmenter les ventes et les marges bénéficiaires de manière plus spectaculaire. Ainsi, en 1946, le modèle du marché s'était complètement inversé par rapport à celui d'avant la guerre. Alors que les principaux titres du Dow Jones Industrial Average n'avaient progressé que de 40% entre la fin de 1938 et le plus haut de 1946, l'indice Standard & Poor's des actions à bas prix avait bondi de pas moins de 280% au cours de la même période. Les spéculateurs et de nombreux investisseurs autoproclamés - avec les courts souvenirs proverbiaux des gens du marché boursier - étaient désireux d'acheter à la fois des émissions anciennes et nouvelles d'entreprises sans importance à des niveaux gonflés. Ainsi, le pendule avait basculé clairement à l'extrême opposé. La classe même de questions secondaires qui avait auparavant fourni de loin la plus grande proportion d'opportunités de négociation présente maintenant le plus grand nombre d'exemples d'enthousiasme et de surévaluation. D'une manière différente, ce phénomène s'est répété en 1961 et 1968 - l'accent étant désormais mis sur les nouvelles offres d'actions de petites sociétés à caractère non secondaire, et sur presque

toutes les sociétés dans certains domaines privilégiés tels que «l'électronique», «l'informatique». »,« Préoccupations de franchise »et autres.*

Comme on pouvait s'y attendre, les baisses de marché qui ont suivi ont été les plus fortement affectées par ces surévaluations. Dans certains cas, le balancement du pendule peut être allé aussi loin que *sous*- estimé.

Si la plupart des problèmes secondaires tendent normalement à être sous-évalués, quelle raison l'investisseur a-t-il de croire qu'il peut profiter d'une telle situation? Car si cela persiste indéfiniment, ne sera-t-il pas toujours dans la même position de marché que lorsqu'il a acheté l'émission? La réponse ici est quelque peu compliquée. Des bénéfices substantiels provenant de l’achat d’entreprises secondaires à des prix avantageux se présentent de diverses manières. Premièrement, le rendement du dividende est relativement élevé. Deuxièmement, les bénéfices réinvestis sont substantiels par rapport au prix payé et affecteront finalement le prix. Sur une période de cinq à sept ans, ces avantages peuvent être assez importants dans une liste bien sélectionnée. Troisièmement, un marché haussier est généralement plus généreux pour les émissions à bas prix; ainsi, elle tend à porter la question typique du marché à un niveau au moins raisonnable. Quatrièmement, même pendant les périodes de marché relativement sans particularité, un processus continu d'ajustement des prix se poursuit, en vertu duquel les émissions secondaires qui étaient sous-évaluées peuvent remonter au moins au niveau normal pour leur type de garantie. Cinquièmement, les facteurs spécifiques qui, dans de nombreux cas, ont donné lieu à des résultats décevants peuvent être corrigés par l'avènement de nouvelles conditions, ou l'adoption de nouvelles politiques, ou par un changement de direction.

Au cours des dernières années, un nouveau facteur important a été l'acquisition de petites entreprises par de plus grandes, généralement dans le cadre d'un programme de diversification. Dans ces cas, la contrepartie versée a presque toujours été relativement généreuse et bien au-delà des niveaux de négociation existants peu de temps auparavant.

Lorsque les taux d'intérêt étaient beaucoup plus bas qu'en 1970, le domaine des questions de négociation s'étendait aux obligations et aux actions privilégiées qui se vendaient à des rabais importants sur le montant de leur créance. Actuellement, nous avons une situation différente dans laquelle même des émissions bien sécurisées se vendent à des rabais importants si elles portent des taux de coupon de, disons, 4½% ou

moins. Exemple: American Telephone & Telegraph 2 5 / 8s, dû en 1986, vendu aussi bas que 51 en 1970; Deere & Co. 4½s, due en 1983, a vendu aussi bas que 62. Ceux-ci pourraient bien se révéler être des opportunités de négociation avant très longtemps - si les taux d'intérêt directeurs devaient baisser de manière substantielle. Pour une émission d'obligations bon marché au sens plus traditionnel, nous devrons peut-être nous tourner à nouveau vers les obligations de première hypothèque de chemins de fer actuellement en difficulté financière, qui se vendent dans les années 20 ou 30. De telles situations ne sont pas pour l'investisseur inexpérimenté; sans véritable sens des valeurs dans ce domaine, il peut se brûler les doigts. Mais il y a une tendance sous-jacente à une exagération du déclin du marché dans ce domaine; par conséquent, le groupe dans son ensemble offre une invitation particulièrement enrichissante à une analyse minutieuse et courageuse. Au cours de la décennie se terminant en 1948, le groupe d'un milliard de dollars d'obligations de chemin de fer en défaut a présenté de nombreuses opportunités spectaculaires dans ce domaine. De telles opportunités ont été assez rares depuis lors; mais ils semblent susceptibles de revenir dans les années 1970.[*]

Situations spéciales ou «séances d'entraînement»

Il n'y a pas si longtemps, c'était un domaine qui pouvait presque garantir un taux de rendement attractif à ceux qui s'y connaissaient; et cela était vrai dans presque n'importe quelle sorte de situation générale du marché. Ce n'était en fait pas un territoire interdit aux membres du grand public. Certains qui avaient un flair pour ce genre de choses pouvaient apprendre les cordes et devenir des pratiquants assez compétents sans avoir besoin de longues études académiques ou d'apprentissage. D'autres ont été assez désireux de reconnaître la solidité sous-jacente de cette approche et de s'attacher à de jeunes hommes brillants qui ont géré des fonds consacrés principalement à ces «situations spéciales». Mais ces dernières années, pour des raisons que nous développerons plus loin, le domaine des «arbitrages et entraînements »est devenu plus risqué et moins rentable. Il se peut que dans les années à venir, les conditions dans ce domaine deviennent plus favorables. En tout état de cause, il convient de souligner la nature générale et l'origine de ces opérations, avec un ou deux exemples illustratifs.

La «situation spéciale» typique est née du nombre croissant d'acquisitions de petites entreprises par de grandes entreprises, alors que l'évangile de la diversification des produits a été adopté par de plus en plus de directions. Il apparaît souvent avantageux pour une telle entreprise d'acquérir une entreprise existante dans le domaine dans lequel elle

souhaite se lancer plutôt que de démarrer une nouvelle entreprise à partir de zéro. Afin de permettre une telle acquisition et d'obtenir l'acceptation de la transaction par la grande majorité requise des actionnaires de la petite entreprise, il est presque toujours nécessaire d'offrir un prix considérablement supérieur au niveau actuel. Ces mouvements d'entreprise ont produit des opportunités de profit intéressantes pour ceux qui ont fait une étude dans ce domaine et qui ont un bon jugement fort d'une vaste expérience.

Il y a quelques années, des investisseurs astucieux ont fait beaucoup d'argent grâce à l'achat d'obligations de chemins de fer en faillite - des obligations dont ils savaient qu'elles valaient bien plus que leur coût lorsque les chemins de fer seraient enfin réorganisés. Après la promulgation des plans de réorganisation, un marché «à l'émission» est apparu pour les nouveaux titres. Celles-ci pouvaient presque toujours être vendues à un prix bien supérieur au coût des anciennes émissions qui devaient être échangées contre celui-ci. Il y avait des risques de non-réalisation des plans ou de retards imprévus, mais dans l'ensemble de telles «opérations d'arbitrage» se sont avérées très rentables.

Il y avait des opportunités similaires résultant de la dissolution des sociétés de portefeuille d'utilité publique conformément à la législation de 1935. Presque toutes ces entreprises se sont avérées beaucoup plus avantageuses lorsqu'elles sont passées de sociétés holding à un groupe de sociétés opérationnelles distinctes.

Le facteur sous-jacent ici est la tendance des marchés des valeurs mobilières à sous-évaluer les questions liées à toute sorte de procédure judiciaire compliquée. Une vieille devise de Wall Street était: «N'achetez jamais dans une action en justice». Cela peut être un bon conseil pour le spéculateur qui souhaite agir rapidement sur ses avoirs. Mais l'adoption de cette attitude par le grand public est appelée à créer des opportunités de négociation sur les titres concernés, car le préjudice à leur encontre maintient leurs prix à des niveaux indûment bas.[*]

L'exploitation de situations particulières est une branche technique d'investissement qui nécessite une mentalité et un équipement quelque peu inhabituels. Probablement, seul un petit pourcentage de nos investisseurs entreprenants est susceptible de s'y engager, et ce livre n'est pas le moyen approprié pour expliquer ses complications. [6]

Implications plus larges de nos règles d'investissement

La politique d'investissement, telle qu'elle a été développée ici, dépend en premier lieu du choix par l'investisseur d'un rôle défensif (passif) ou agressif (entreprenant). L'investisseur agressif doit avoir une connaissance considérable des valeurs de sécurité - suffisamment, en fait, pour justifier de considérer ses opérations de sécurité comme équivalentes à une entreprise commerciale. Il n'y a pas de place dans cette philosophie pour un juste milieu, ou une série de gradations, entre le statut passif et agressif. Beaucoup, peut-être la plupart, d'investisseurs cherchent à se placer dans une telle catégorie intermédiaire; à notre avis, c'est un compromis qui est plus susceptible de décevoir que de réaliser.

En tant qu'investisseur, vous ne pouvez pas à juste titre devenir «la moitié d'un homme d'affaires», espérant ainsi atteindre la moitié du taux normal de bénéfices commerciaux sur vos fonds.

Il découle de ce raisonnement que la majorité des propriétaires de titres devraient choisir la classification défensive. Ils n'ont ni le temps, ni la détermination, ni l'équipement mental pour se lancer dans l'investissement en tant que quasi-entreprise. Ils devraient donc se contenter de l'excellent rendement que l'on peut désormais obtenir d'un portefeuille défensif (et avec encore moins), et ils devraient résister fermement à la tentation récurrente d'augmenter ce rendement en déviant vers d'autres voies.

L'investisseur entreprenant peut correctement entreprendre toute opération de sécurité pour laquelle sa formation et son jugement sont adéquats et qui semblent suffisamment prometteurs *lorsqu'ils sont mesurés par les normes commerciales établies.*

Dans nos recommandations et mises en garde à l'intention de ce groupe d'investisseurs, nous avons tenté d'appliquer ces normes commerciales. Dans ceux pour l'investisseur défensif, nous avons été largement guidés par les trois exigences de sécurité sous-jacente, de simplicité de choix et de promesse de résultats satisfaisants, tant en termes de psychologie que d'arithmétique. L'utilisation de ces critères nous a conduit à exclure du domaine des investissements recommandés un certain nombre de classes de titres qui sont normalement considérées comme adaptées à différents types d'investisseurs. Ces interdictions étaient énumérées dans notre premier chapitre à la p. 30.

Examinons un peu plus complètement qu'avant ce qui est impliqué dans ces exclusions. Nous avons déconseillé l'achat à «prix plein» de trois catégories importantes de titres: (1) obligations étrangères, (2) actions privilégiées ordinaires et (3) actions ordinaires secondaires, y compris, bien sûr, les offres originales de ces émissions. Par «prix plein», nous entendons

des prix proches du pair pour les obligations ou les actions privilégiées, et des prix qui représentent environ la juste valeur commerciale de l'entreprise dans le cas des actions ordinaires. Le plus grand nombre d'investisseurs défensifs doivent éviter ces catégories quel que soit le prix; l'investisseur entreprenant ne doit les acheter que lorsqu'ils peuvent être obtenus à des prix défiant toute concurrence - que nous définissons comme des prix ne dépassant pas les deux tiers de la valeur d'expertise des titres.

Que se passerait-il si tous les investisseurs étaient guidés par nos conseils dans ces domaines? Cette question a été examinée en ce qui concerne les obligations étrangères, à la p. 138, et nous n'avons rien à ajouter à ce stade. Les actions privilégiées de première qualité seraient achetées uniquement par des sociétés, telles que les compagnies d'assurance, qui bénéficieraient du statut fiscal particulier des émissions d'actions qui leur appartiennent.

La conséquence la plus gênante de notre politique d'exclusion se situe dans le domaine des stocks communs secondaires. Si la majorité des investisseurs, étant dans la classe défensive, ne veulent pas du tout les acheter, le champ des acheteurs potentiels devient sérieusement restreint. En outre, si les investisseurs agressifs ne les achètent qu'à des niveaux de négociation avantageux, ces émissions seront vouées à être vendues à un prix inférieur à leur juste valeur, sauf dans la mesure où elles ont été achetées de manière non intelligente.

Cela peut sembler grave et même vaguement contraire à l'éthique. Pourtant, en réalité, nous ne reconnaissons que ce qui s'est réellement passé dans ce domaine pendant la majeure partie des 40 dernières années. Questions secondaires, pour la plupart, *font* fluctuer d'un niveau central qui est bien inférieur à leur juste valeur. Ils atteignent et dépassent même parfois cette valeur; mais cela se produit dans la partie supérieure des marchés haussiers, lorsque les leçons de l'expérience pratique iraient à l'encontre de la solidité du paiement des prix en vigueur pour les actions ordinaires.

Ainsi, nous suggérons seulement que l'investisseur agressif reconnaisse les faits de la vie tels qu'ils sont vécus par des problèmes secondaires et qu'ils acceptent les niveaux du marché central qui sont normaux pour cette classe comme guide pour fixer leurs propres niveaux d'achat.

Il y a néanmoins un paradoxe ici. Une entreprise secondaire moyenne bien sélectionnée peut être aussi prometteuse qu'un leader industriel moyen. Ce que la plus petite préoccupation manque de stabilité inhérente,

elle peut facilement compenser en possibilités de croissance supérieures. Par conséquent, il peut sembler illogique à de nombreux lecteurs de qualifier d '«inintelligent» l'achat de ces émissions secondaires à leur «valeur d'entreprise». Nous pensons que la logique la plus forte est celle de l'expérience. L'histoire financière indique clairement que l'investisseur peut s'attendre à des résultats satisfaisants, en moyenne, des actions ordinaires secondaires uniquement s'il les achète à un prix inférieur à leur valeur à un propriétaire privé, c'est-à-dire à des conditions avantageuses.

La dernière phrase indique que ce principe concerne l' investisseur *extérieur* ordinaire . Toute personne qui peut *contrôler* une société secondaire ou qui fait partie d'un groupe cohérent avec un tel contrôle est pleinement justifiée d'acheter les actions sur la même base que s'il investissait dans une «société fermée» ou une autre entreprise privée. La distinction entre la position et la politique d'investissement qui en découle des initiés et des étrangers devient plus importante à mesure que l'entreprise elle-même devient *moins* importante. C'est une caractéristique de base d'une entreprise principale ou leader qu'une action individuelle détachée vaut généralement autant qu'une action dans un bloc de contrôle. Dans les sociétés secondaires, la valeur marchande *moyenne* d'une action détachée est nettement inférieure à sa valeur pour un propriétaire contrôlant. De ce fait, la question des relations actionnaires-dirigeants et de celles entre actionnaires internes et externes tend à être beaucoup plus importante et controversée dans le cas des sociétés secondaires que dans celles des sociétés primaires.

À la fin du chapitre 5, nous avons évoqué la difficulté de faire une distinction nette et rapide entre les sociétés primaires et secondaires. Les nombreux stocks communs dans la zone frontière peuvent correctement présenter un comportement de prix intermédiaire. Il ne serait pas illogique pour un investisseur d’acheter une telle émission à un *faible* escompte par rapport à sa valeur indiquée ou estimée, étant donné qu’elle n’est qu’à une petite distance d’une classification primaire et qu’elle peut acquérir une telle notation sans avenir pas trop lointain.

Ainsi, la distinction entre les questions primaires et secondaires n'a pas besoin d'être trop précise; car, s'il l'était, alors une petite différence de qualité doit produire un grand différentiel de prix d'achat justifié. En disant cela, nous admettons un terrain d'entente dans la classification des actions ordinaires, bien que nous ayons déconseillé un tel terrain d'entente dans la classification des investisseurs. La raison de cette apparente incohérence est la suivante: aucun préjudice majeur ne vient d'une certaine incertitude

quant à une sécurité unique, car de tels cas sont exceptionnels et il n'y a pas grand-chose en jeu. Mais le choix de l'investisseur entre le statut défensif ou agressif est pour lui une conséquence majeure, et il ne doit pas se laisser confondre ou compromettre dans cette décision fondamentale.

Commentaire sur le chapitre 7

> Il faut beaucoup d'audace et beaucoup de prudence pour faire une grande fortune; et quand vous l'avez, il faut dix fois plus d'esprit pour le garder.
>
> —*Nathan Mayer Rothschild*

Le timing n'est rien

Dans un monde idéal, l'investisseur intelligent ne détiendrait des actions que lorsqu'elles sont bon marché et les vendrait lorsqu'elles deviennent trop chères, puis se précipiterait dans le bunker d'obligations et de liquidités jusqu'à ce que les actions redeviennent suffisamment bon marché pour être achetées. De 1966 à la fin de 2001, selon une étude, un dollar détenu en continu aurait augmenté pour atteindre 11,71 dollars. Mais si vous étiez sorti des stocks juste avant les cinq pires jours de chaque année, votre 1 $ d'origine serait passé à 987,12 $.[1]

Comme la plupart des idées de marché magiques, celle-ci est basée sur le tour de passe-passe. Comment, exactement (ou n'importe qui) pourriez-vous déterminer quels jours seront les pires jours - *avant* leur arrivée? Le 7 janvier 1973, le *New York Times a* présenté une interview avec l'un des meilleurs prévisionnistes financiers du pays, qui a exhorté les investisseurs à acheter des actions sans hésitation: "Il est très rare que vous puissiez être aussi optimiste que vous le pouvez maintenant." a été nommé Alan Greenspan, et il est très rare que quiconque se soit trompé sans réserve comme l'était le futur président de la Réserve fédérale: 1973 et 1974 se sont révélées être les pires années pour la croissance économique et le marché boursier depuis la Grande Dépression.[2]

Les professionnels peuvent-ils mieux synchroniser le marché qu'Alan Green-span? «Je ne vois aucune raison de ne pas penser que la majorité de la baisse est derrière nous», a déclaré Kate Leary Lee, présidente de la société de synchronisation des marchés de RM Leary & Co., le 3 décembre 2001. «C'est à ce moment que vous voulez être sur le marché », a-t-elle ajouté, prévoyant que les actions« paraissent bien »pour le premier trimestre de 2002.[3] Au cours des trois prochains mois, les actions ont enregistré un maigre rendement de 0,28%, sous-performant la trésorerie de 1,5 point de pourcentage.

Leary n'est pas seul. Une étude menée par deux professeurs de finance de l'Université Duke a révélé que si vous aviez suivi les recommandations des 10% des meilleurs bulletins d'information sur le marché, vous auriez obtenu un rendement annualisé de 12,6% de 1991 à 1995. Mais si vous les aviez ignorés et gardé votre argent dans un fonds indiciel boursier, vous auriez gagné 16,4%.[4]

Comme l'a souligné le philosophe danois Søren Kierkegaard, la vie ne peut être comprise qu'en arrière, mais elle doit être vécue en avant. Avec le recul, vous pouvez toujours voir exactement quand vous auriez dû acheter et vendre vos actions. Mais ne vous laissez pas tromper en pensant que vous pouvez voir, en temps réel, juste quand entrer et sortir. Sur les marchés financiers, le recul est toujours de 20/20, mais la prospective est juridiquement aveugle. Et donc, pour la plupart des investisseurs, le timing du marché est une impossibilité pratique et émotionnelle.[5]

Qu'est ce qui monte…

Comme les vaisseaux spatiaux qui prennent de la vitesse lorsqu'ils montent dans la stratosphère terrestre, les stocks de croissance semblent souvent défier la gravité. Examinons les trajectoires de trois des valeurs de croissance les plus chaudes des années 1990: General Electric, Home Depot et Sun Microsystems. (Voir figure 7-1.)

Chaque année, de 1995 à 1999, chacun est devenu plus grand et plus rentable. Les revenus ont doublé chez Sun et plus que doublé chez Home Depot. Selon Value Line, les revenus de GE ont augmenté de 29%; ses revenus ont augmenté de 65%. Chez Home Depot et Sun, le bénéfice par action a presque triplé.

Mais quelque chose d'autre se passait - et cela n'aurait pas du tout surpris Graham. Plus ces sociétés se développaient rapidement, plus leurs actions devenaient chères. Et lorsque les actions croissent plus vite que les

entreprises, les investisseurs finissent toujours par s'excuser. Comme le montre la figure 7-2:

Une grande entreprise n'est pas un excellent investissement si vous payez trop pour le stock.

Plus un stock a augmenté, plus il semble susceptible de continuer à augmenter. Mais cette croyance instinctive est carrément contredite par une loi fondamentale de la physique financière: plus ils grossissent, plus ils grandissent lentement. Une entreprise d'un milliard de dollars peut doubler ses ventes assez facilement; mais où une entreprise de 50 milliards de dollars peut-elle se tourner pour trouver 50 milliards de dollars de plus?

Les actions de croissance valent la peine d'être achetées lorsque leurs prix sont raisonnables, mais lorsque leurs ratios cours / bénéfices dépassent de beaucoup 25 ou 30, les chances sont mauvaises:

- La journaliste Carol Loomis a constaté que, de 1960 à 1999, seules huit des 150 plus grandes entreprises figurant sur la liste *Fortune* 500 ont réussi à augmenter leurs revenus en moyenne annuelle d'au moins 15% pendant deux décennies.[6]

- En examinant cinq décennies de données, la société de recherche Sanford C. Bernstein & Co. a montré que seulement 10% des grandes entreprises américaines avaient augmenté leurs revenus de 20% pendant au moins cinq années consécutives; seulement 3% avaient augmenté de 20% pendant au moins 10 ans d'affilée; et pas un seul ne l'avait fait pendant 15 années consécutives.[sept]

- Une étude universitaire portant sur des milliers d'actions américaines de 1951 à 1998 a révélé que sur l'ensemble des périodes de 10 ans, le bénéfice net a augmenté en moyenne de 9,7% par an. Mais pour les 20% des plus grandes entreprises, les bénéfices ont augmenté en moyenne annuelle de seulement 9,3%.[8]

FIGURE 7-2 Regardez ci-dessous

so: sans objet; Sun a subi une perte nette en 2002.

Sources: www.morningstar.com, yahoo.marketguide.com

Même de nombreux dirigeants d'entreprise ne comprennent pas ces probabilités (voir l'encadré p. 184). L'investisseur intelligent, cependant, s'intéresse aux grandes valeurs de croissance non pas quand elles sont à leur plus populaire, mais quand quelque chose se passe mal. En juillet 2002, Johnson & Johnson a annoncé que les régulateurs fédéraux enquêtaient sur des accusations de tenue de dossiers mensongères dans l'une de ses usines de drogue et que le stock avait perdu 16% en une seule journée. Cela a ramené le cours de l'action de J&J de 24 fois les bénéfices des 12 mois précédents à seulement 20 fois. À ce niveau inférieur, Johnson & Johnson est peut-être redevenu un stock de croissance avec une marge de

croissance, ce qui en fait un exemple de ce que Graham appelle «la grande entreprise relativement impopulaire».[9]

Ce type d'impopularité temporaire peut créer une richesse durable en vous permettant d'acheter une grande entreprise à un bon prix.

POTENTIEL ÉLEVÉ POUR HYPE POTENTIEL

Les investisseurs ne sont pas les seuls à être victimes de l'illusion que l'hyper-croissance peut durer éternellement. En février 2000, le directeur général John Roth de Nortel Networks a été interrogé sur la taille de son entreprise géante de fibre optique. "L'industrie croît de 14% à 15% par an", a répondu Roth, "et nous allons croître de six points plus vite que cela. Pour une entreprise de notre taille, c'est quelque chose d'assez grisant. »Les actions de Nortel, en hausse de près de 51% par an au cours des six années précédentes, se négociaient alors à 87 fois ce que Wall Street pensait pouvoir gagner en 2000. Le stock était-il trop cher? "Il monte là-haut", a haussé les épaules Roth, "mais il y a encore beaucoup de place pour augmenter notre évaluation alors que nous exécutons la stratégie sans fil." (Après tout, a-t-il ajouté, Cisco Systems s'échangeait à 121 fois ses bénéfices prévus!)[1]

Quant à Cisco, en novembre 2000, son directeur général, John Chambers, a insisté pour que son entreprise puisse continuer à croître d'au moins 50% par an. "La logique", a-t-il déclaré, "indiquerait qu'il s'agit d'une rupture." L'action de Cisco avait considérablement baissé - elle s'échangeait alors à peine 98 fois ses bénéfices par rapport à l'année précédente - et Chambers a exhorté les investisseurs à acheter. "Alors, sur qui allez-vous parier?", A-t-il demandé. "Maintenant peut être l'occasion."[2]

Au lieu de cela, ces sociétés de croissance ont rétréci et leurs actions surévaluées se sont rétrécies. Les revenus de Nortel ont chuté de 37% en 2001 et la société a perdu plus de 26 milliards de dollars cette année-là. Les revenus de Cisco ont augmenté de 18% en 2001, mais la société s'est retrouvée avec une perte nette de plus d'un milliard de dollars. Les actions de Nortel, à 113,50 $ lorsque Roth a parlé, ont terminé 2002 à 1,65 $. Les actions de Cisco, à 52 $ lorsque Chambers a qualifié son entreprise de «séparation», se sont effondrées à 13 $.

Depuis, les deux sociétés sont devenues plus circonspectes quant à la prévision de l'avenir.

Devriez-vous mettre tous vos œufs dans le même panier?

«Mettez tous vos œufs dans le même panier, puis regardez ce panier», a proclamé Andrew Carnegie il y a un siècle. «Ne dispersez pas votre tir…. Les grands succès de la vie se font par la concentration. »Comme le souligne Graham,« les très grosses fortunes des actions ordinaires »ont été faites par des gens qui ont investi tout leur argent dans un seul investissement qu'ils connaissaient très bien.

Presque toutes les personnes les plus riches d'Amérique font remonter leur richesse à un investissement concentré dans une seule industrie ou même une seule entreprise (pensez à Bill Gates et Microsoft, Sam Walton et Wal-Mart, ou aux Rockefeller et Standard Oil). La liste *Forbes* 400 des Américains les plus riches, par exemple, a été dominée par des fortunes non diversifiées depuis sa création en 1982.

Cependant, presque aucune petite fortune n'a été créée de cette façon - et peu de grandes fortunes ont été *conservées de* cette façon. Ce que Carnegie a négligé de mentionner, c'est que la concentration fait aussi la plupart des grands *échecs* de la vie. Regardez à nouveau la «Liste riche» de *Forbes* . En 1982, la valeur nette moyenne d'un membre de *Forbes* 400 était de 230 millions de dollars. Pour atteindre le *Forbes* 400 2002 , le membre moyen de 1982 n'avait besoin de gagner qu'un rendement annuel moyen de 4,5% sur sa richesse - au cours d'une période où même les comptes bancaires rapportaient bien plus que cela et le marché boursier gagnait une moyenne annuelle de 13,2%. .

Alors, combien de fortunes *Forbes* 400 de 1982 sont restées sur la liste 20 ans plus tard? Seuls 64 des membres originaux - un maigre 16% - étaient encore sur la liste en 2002. En gardant tous leurs œufs dans le même panier qui les avait inscrits sur la liste en premier lieu - des industries en plein essor comme le pétrole et le gaz, ou du matériel informatique, ou de la fabrication de base - tous les autres membres originaux sont tombés. Lorsque les temps sont durs, aucune de ces personnes - malgré tous les énormes avantages qu'une grande richesse peut apporter - n'était bien préparée. Ils ne pouvaient que rester debout et grimacer face à la crise écœurante alors que l'économie en constante évolution écrasait leur seul panier et tous leurs œufs.[dix]

Le bac à bonnes affaires

Vous pourriez penser que dans notre monde en réseau sans fin, ce serait un jeu d'enfant de construire et d'acheter une liste de titres qui répondent aux

critères de négociation de Graham (p. 169). Bien qu'Internet soit une aide, vous devrez toujours effectuer une grande partie du travail à la main.

Prenez une copie du *Wall Street Journal d'aujourd'hui,* accédez à la section «Money & Investing» et jetez un œil aux tableaux de bord NYSE et NASDAQ pour trouver les listes des actions du jour qui ont atteint de nouveaux plus bas au cours de la dernière année - un moyen simple et rapide moyen de rechercher des entreprises qui pourraient passer les tests de Graham sur le fonds de roulement net. (En ligne, essayez http: // quote. Morningstar.com/highlow.html?msection=HighLow.)

Pour voir si un titre se vend à un prix inférieur à la valeur du fonds de roulement net (ce que les partisans de Graham appellent des «filets nets»), téléchargez ou demandez le rapport trimestriel ou annuel le plus récent sur le site Web de la société ou dans la base de données EDGAR sur www.sec .gov. De l'actif actuel de la société, soustrayez son passif total, y compris les actions privilégiées et la dette à long terme. (Ou consultez la copie de la Value Line Investment Survey de votre bibliothèque publique locale, vous épargnant ainsi un abonnement annuel coûteux. Chaque numéro contient une liste de «Bonnes affaires de sous-sol» qui se rapprochent de la définition de Graham.) La plupart de ces stocks ont récemment été bombardés -des domaines comme la haute technologie et les télécommunications.

Au 31 octobre 2002, par exemple, Comverse Technology avait 2,4 milliards de dollars en actifs courants et 1,0 milliard de dollars en passif total, ce qui lui donne 1,4 milliard de dollars en fonds de roulement net. Avec moins de 190 millions d'actions et un cours de l'action inférieur à 8 $ par action, Comverse avait une capitalisation boursière totale d'un peu moins de 1,4 milliard de dollars. Les actions ne dépassant pas la valeur de la trésorerie et des stocks de Comverse, les activités courantes de la société se vendaient essentiellement pour rien. Comme Graham le savait, vous pouvez toujours perdre de l'argent sur un titre comme Comverse - c'est pourquoi vous ne devriez les acheter que si vous pouvez en trouver quelques dizaines à la fois et les conserver patiemment. Mais dans les très rares occasions où M. Market génère autant de vraies bonnes affaires, vous êtes presque certain de gagner de l'argent.

Quelle est votre politique étrangère?

Investir dans des actions étrangères n'est peut-être pas obligatoire pour l'investisseur intelligent, mais c'est certainement

conseillé. Pourquoi? Essayons une petite expérience de pensée. C'est la fin de 1989, et vous êtes japonais. Voici les faits:

- Au cours des 10 dernières années, votre marché boursier a gagné une moyenne annuelle de 21,2%, bien avant les gains annuels de 17,5% aux États-Unis.
- Les entreprises japonaises achètent tout aux États-Unis, du terrain de golf de Pebble Beach au Rockefeller Center; pendant ce temps, des entreprises américaines comme Drexel Burnham Lambert, Financial Corp. of America et Texaco font faillite.
- L'industrie américaine de haute technologie se meurt. Le Japon est en plein essor.

En 1989, au pays du soleil levant, vous ne pouvez que conclure qu'investir en dehors du Japon est l'idée la plus stupide depuis les distributeurs automatiques de sushi. Naturellement, vous mettez tout votre argent dans des actions japonaises.

Le résultat? Au cours de la prochaine décennie, vous perdez environ les deux tiers de votre argent.

La leçon? Ce n'est pas que vous ne devriez jamais investir sur des marchés étrangers comme le Japon; c'est que les Japonais n'auraient jamais dû garder tout leur argent chez eux. Et vous non plus. Si vous vivez aux États-Unis, travaillez aux États-Unis et êtes payé en dollars américains, vous faites déjà un pari multicouche sur l'économie américaine. Pour être prudent, vous devriez placer une partie de votre portefeuille de placements ailleurs, simplement parce que personne, nulle part, ne peut jamais savoir ce que l'avenir nous réserve au pays ou à l'étranger. Placer jusqu'à un tiers de votre stock-actions dans des fonds communs de placement qui détiennent des actions étrangères (y compris celles des marchés émergents) aide à assurer contre le risque que notre propre arrière-cour ne soit pas toujours le meilleur endroit au monde pour investir.

Chapitre 8
L'investisseur et les fluctuations du marché

Dans la mesure où les fonds de l'investisseur sont placés dans des obligations de qualité supérieure à échéance relativement courte, disons de sept ans ou moins, il ne sera pas affecté de manière significative par les variations des prix du marché et n'aura pas besoin de les prendre en compte. (Cela s'applique également à ses avoirs en obligations d'épargne américaines, qu'il peut toujours remettre à son prix de revient ou plus.) Ses obligations à plus long terme peuvent avoir des fluctuations de prix relativement larges au cours de leur vie, et son portefeuille d'actions ordinaires est presque certain de fluctuer en valeur sur une période de plusieurs années.

L'investisseur doit connaître ces possibilités et doit s'y préparer à la fois financièrement et psychologiquement. Il voudra profiter des changements dans les niveaux du marché - certainement grâce à une augmentation de la valeur de ses stocks au fil du temps, et peut-être aussi en faisant des achats et des ventes à des prix avantageux. Cet intérêt de sa part est inévitable et suffisamment légitime. Mais cela comporte le danger très réel de le conduire à des attitudes et activités spéculatives. Il nous est facile de vous dire de ne pas spéculer; le plus difficile sera pour vous de suivre ces conseils. Répétons ce que nous avons dit au début: si vous voulez spéculer, faites-le les yeux ouverts, sachant que vous perdrez probablement de l'argent à la fin; assurez-vous de limiter le montant à risque et de le séparer complètement de votre programme d'investissement.

Nous traiterons d'abord du sujet le plus important des variations de prix des actions ordinaires, et passerons ensuite au domaine des obligations. Dans le chapitre 3, nous avons fourni un aperçu historique de l'action du marché boursier au cours des cent dernières années. Dans cette section, nous reviendrons de temps à autre sur ces éléments afin de voir ce que le record du passé promet à l'investisseur - soit sous la forme d'une appréciation à long terme d'un portefeuille détenu relativement inchangé par des hausses et des baisses successives, soit possibilités d'acheter près des plus bas du marché baissier et de vendre pas trop loin sous les plus hauts du marché haussier.

Fluctuations du marché comme guide des décisions d'investissement

Étant donné que les actions ordinaires, même de première qualité, sont sujettes à des fluctuations récurrentes et importantes de leurs prix, l'investisseur intelligent devrait s'intéresser aux possibilités de profiter de ces oscillations pendulaires. Il y a deux façons possibles par lesquelles il

peut essayer de le faire: le mode de *synchronisation* et le mode de *tarification.* Par timing, nous entendons l'effort d'anticiper l'action du marché boursier: acheter ou conserver lorsque le cours futur est jugé à la hausse, vendre ou s'abstenir d'acheter lorsque le cours est à la baisse. Par prix, nous entendons la tentative d'acheter des actions lorsqu'elles sont cotées en dessous de leur juste valeur et de les vendre lorsqu'elles dépassent cette valeur. Une forme de tarification moins ambitieuse est le simple effort pour vous assurer que lorsque vous achetez, vous ne payez pas trop pour vos stocks. Cela peut suffire à l'investisseur défensif, qui met l'accent sur la détention à long terme; mais en tant que tel, il représente un minimum essentiel d'attention aux niveaux du marché. [1]

Nous sommes convaincus que l'investisseur intelligent peut tirer des résultats satisfaisants de la tarification de l'un ou l'autre type. Nous sommes également sûrs que s'il met l'accent sur le timing, dans le sens de la prévision, il finira comme spéculateur et avec ses résultats financiers. Cette distinction peut sembler plutôt ténue au profane, et elle n'est pas communément acceptée à Wall Street. Dans le cadre de la pratique des affaires, ou peut-être d'une conviction profonde, les courtiers en valeurs mobilières et les services d'investissement semblent attachés au principe selon lequel les investisseurs et les spéculateurs dans les actions ordinaires devraient accorder une attention particulière aux prévisions du marché.

Plus on s'éloigne de Wall Street, plus on trouvera de scepticisme quant aux prétentions de la prévision ou du timing boursier. L'investisseur peut à peine prendre au sérieux les innombrables prédictions qui apparaissent presque quotidiennement et qui lui appartiennent. Pourtant, dans de nombreux cas, il leur prête attention et agit même en conséquence. Pourquoi? Parce qu'il a été persuadé qu'il est important pour lui de se faire *une* opinion sur l'évolution future du marché boursier, et parce qu'il estime que les prévisions de courtage ou de service sont au moins plus fiables que les siennes.[11]

Nous manquons d'espace ici pour discuter en détail des avantages et des inconvénients des prévisions de marché. Une grande partie de la puissance du cerveau va dans ce domaine, et *certaines personnes* peuvent sans aucun doute gagner de l'argent en étant de bons analystes boursiers. Mais il est absurde de penser que le *grand public* peut jamais gagner de l'argent avec les prévisions du marché. Car qui achètera quand le grand public, à un signal donné, se précipite pour vendre à profit? Si vous, le lecteur, vous attendez à devenir riche au fil des ans en suivant un système ou un leadership en matière de prévisions de marché, vous devez vous attendre à essayer de faire ce que d'innombrables autres

visent et à être en mesure de le faire mieux que vos nombreux concurrents. sur le marché. Rien dans la logique ni dans l'expérience ne permet de supposer qu'un investisseur type ou moyen peut anticiper les mouvements du marché avec plus de succès que le grand public, dont il fait lui-même partie.

Il y a un aspect de la philosophie du «timing» qui semble avoir échappé à tout le monde. Le timing est d'une grande importance psychologique pour le spéculateur car il veut faire son profit à la hâte. L'idée d'attendre un an avant que son stock ne monte ne lui répugne. Mais une période d'attente, en tant que telle, n'a aucune conséquence pour l'investisseur. Quel avantage y a-t-il à ne pas investir son argent jusqu'à ce qu'il reçoive un signal (vraisemblablement) digne de confiance indiquant que le moment est venu d'acheter? Il ne bénéficie d'un avantage que si, en attendant, il parvient à acheter plus tard à un *prix* suffisamment *inférieur* pour compenser sa perte de dividendes. Cela signifie que le timing n'a aucune valeur réelle pour l'investisseur à moins qu'il ne coïncide avec le prix - c'est-à-dire, à moins qu'il ne lui permette de racheter ses actions à un prix sensiblement inférieur à son prix de vente précédent.

À cet égard, la célèbre théorie de Dow pour le calendrier des achats et des ventes a eu une histoire inhabituelle.* En bref, cette technique prend son signal pour acheter à partir d'un type spécial de «percée» des moyennes boursières à la hausse, et son signal de vente à partir d'une percée similaire à la baisse. Les résultats calculés - pas nécessairement réels - de l'utilisation de cette méthode ont montré une série presque ininterrompue de bénéfices dans les opérations de 1897 au début des années 1960. Sur la base de cette présentation, la valeur pratique de la théorie de Dow serait apparue fermement établie; le doute, le cas échéant, s'appliquerait à la fiabilité de ce «record» publié en tant qu'image de ce qu'un théoricien de Dow aurait réellement fait sur le marché.

Une étude plus approfondie des chiffres indique que la qualité des résultats montrés par la théorie de Dow a radicalement changé après 1938 - quelques années après que la théorie a commencé à être prise au sérieux à Wall Street. Sa réalisation spectaculaire avait été de donner un signal de vente, à 306, environ un mois avant le krach de 1929 et de maintenir ses adeptes hors du marché baissier jusqu'à ce que les choses se soient assez bien redressées, à 84, en 1933. Mais à partir de 1938 la théorie de Dow a fonctionné principalement en retirant ses praticiens à un prix assez bon, puis en les réintégrant à un prix plus élevé. Pendant près de 30 ans par la suite, on aurait fait beaucoup mieux en achetant et en détenant simplement le DJIA. [2]

À notre avis, sur la base d'une étude approfondie de ce problème, le changement dans les résultats de la théorie de Dow n'est pas accidentel. Il démontre une caractéristique inhérente aux formules de prévision et de négociation dans les domaines des affaires et de la finance. Les formules qui gagnent en adhérents et en importance le font parce qu'elles ont bien fonctionné sur une période, ou parfois simplement parce qu'elles ont été plausiblement adaptées au dossier statistique du passé. Mais à mesure que leur acceptation augmente, leur fiabilité a tendance à diminuer. Cela se produit pour deux raisons: premièrement, le passage du temps apporte de nouvelles conditions auxquelles l'ancienne formule ne correspond plus. Deuxièmement, dans les affaires boursières, la popularité d'une théorie du trading a elle-même une influence sur le comportement du marché qui nuit à long terme à ses possibilités de profit. (La popularité de quelque chose comme la théorie de Dow peut sembler créer sa propre justification, car elle ferait avancer ou baisser le marché par l'action même de ses adeptes lorsqu'un signal d'achat ou de vente est donné. Une «ruée» de ce type est , bien sûr, beaucoup plus un danger qu'un avantage pour le commerçant public.)

Approche d'achat bas-vente haut

Nous sommes convaincus que l'investisseur moyen ne peut pas gérer avec succès les mouvements de prix en s'efforçant de les prévoir. Peut-il en bénéficier *après* leur réalisation, c'est-à-dire en achetant après chaque baisse majeure et en se vendant après chaque avance majeure? Les fluctuations du marché sur une période de plusieurs années avant 1950 ont considérablement encouragé cette idée. En fait, une définition classique d'un «investisseur astucieux» était «celui qui a acheté sur un marché baissier quand tout le monde vendait, et s'est vendu sur un marché haussier quand tout le monde achetait.» Si nous examinons notre graphique I, couvrant le les fluctuations de l'indice composite de Standard & Poor's entre 1900 et 1970, et les chiffres à l'appui du tableau 3-1 (p.66), nous pouvons facilement comprendre pourquoi ce point de vue est apparu valable jusqu'à des années assez récentes.

Entre 1897 et 1949, il y a eu dix cycles de marché complets, allant du plus bas du marché baissier au plus haut du marché haussier et de nouveau au plus bas du marché baissier. Six d'entre eux n'ont pas duré plus de quatre ans, quatre ont duré six ou sept ans et un - le fameux cycle «nouvelle ère» de 1921–1932 - a duré onze ans. Le pourcentage de progression des plus bas vers les plus hauts variait de 44% à 500%, la plupart entre environ 50% et 100%. Le pourcentage de déclins ultérieurs variait de 24% à 89%, la

plupart se situant entre 40% et 50%. (Il ne faut pas oublier qu'une baisse de 50% compense entièrement une progression précédente de 100%.)

Presque tous les marchés haussiers avaient un certain nombre de caractéristiques bien définies en commun, telles que (1) un niveau de prix historiquement élevé, (2) des ratios cours / bénéfices élevés, (3) des rendements de dividendes faibles par rapport aux rendements obligataires, (4) beaucoup de spéculations sur la marge, et (5) de nombreuses offres de nouvelles émissions d'actions ordinaires de mauvaise qualité. Ainsi, pour l'étudiant en histoire boursière, il est apparu que l'investisseur intelligent aurait dû être en mesure d'identifier les marchés baissiers et haussiers récurrents, d'acheter dans le premier et de vendre dans le second, et de le faire pour la plupart à un taux raisonnablement court. intervalles de temps. Diverses méthodes ont été développées pour déterminer les niveaux d'achat et de vente du marché général, en fonction soit des facteurs de valeur, soit des pourcentages de variation des prix, soit des deux.

Mais nous devons souligner que même avant le marché haussier sans précédent qui a commencé en 1949, il y avait suffisamment de variations dans les cycles de marché successifs pour compliquer et parfois contrecarrer le processus souhaitable d'achat bas et de vente haut. Le plus notable de ces départs, bien sûr, a été le grand marché haussier de la fin des années 1920, qui a mal tourné tous les calculs.* Même en 1949, il n'était donc nullement certain que l'investisseur puisse fonder ses politiques et procédures financières principalement sur l'effort d'acheter à bas niveau sur les marchés baissiers et de vendre à haut niveau sur les marchés haussiers.

Il s'est avéré, dans la suite, que l'inverse était vrai. Le comportement du marché au cours des 20 dernières années n'a pas suivi le modèle précédent, ni obéi à ce qui était autrefois des signaux de danger bien établis, ni permis son exploitation réussie en appliquant les anciennes règles pour acheter à bas prix et vendre à haut. Nous ne savons pas si l'ancien modèle de marché haussier assez régulier reviendra éventuellement. Mais il nous semble irréaliste de l'investisseur pour tenter de fonder sa politique actuelle sur la formule- à- dire classique, d'attendre des niveaux de marché baissier démontrables avant d' acheter *des* actions ordinaires. Notre politique recommandée a toutefois prévu des changements dans la *proportion* des actions ordinaires par rapport aux obligations dans le portefeuille, si l'investisseur choisit de le faire, selon que le niveau des cours des actions semble moins ou plus attrayant par rapport aux normes de valeur.*

Plans de formule

Au cours des premières années de la hausse des marchés boursiers qui a commencé en 1949-1950, un intérêt considérable a été attiré par diverses méthodes pour tirer parti des cycles boursiers. Ceux - ci ont été connu sous le nom des « plans d'investissement de formule. » L'essence de tous ces plans, sauf le cas simple de moyenne-dollar est que l'investisseur fait automatiquement *une* vente d'actions ordinaires lorsque les avances de marché de manière substantielle. Dans bon nombre d'entre eux, une très forte augmentation du niveau du marché entraînerait la vente de toutes les actions ordinaires; d'autres prévoyaient la conservation d'une proportion mineure d'actions en toutes circonstances.

Cette approche avait le double attrait d'être logique (et conservatrice) et de montrer d'excellents résultats lorsqu'elle était appliquée rétrospectivement au marché boursier au cours de nombreuses années dans le passé. Malheureusement, sa vogue a grandi au moment même où elle était destinée à fonctionner le moins bien. Beaucoup de «planificateurs de formules» se sont retrouvés totalement ou presque hors du marché boursier à un certain niveau au milieu des années 1950. Certes, ils avaient réalisé d'excellents bénéfices, mais au sens large, le marché leur a ensuite «fui» et leurs formules leur ont donné peu de possibilités de racheter une position en actions ordinaires.[*]

Il y a une similitude entre l'expérience de ceux qui ont adopté l'approche par formule au début des années 1950 et ceux qui ont adopté la version purement mécanique de la théorie Dow environ 20 ans plus tôt. Dans les deux cas, l'avènement de la popularité a marqué presque le moment exact où le système a cessé de bien fonctionner. Nous avons eu une expérience similaire décourageante avec notre propre «méthode de la valeur centrale» pour déterminer les niveaux d'achat et de vente indiqués du Dow Jones Industrial Average. La morale semble être que toute approche de faire de l'argent sur le marché boursier qui peut être facilement décrite et suivie par beaucoup de gens est, par ses termes, trop simple et trop facile à durer.[‡] La remarque finale de Spinoza s'applique à Wall Street ainsi qu'à la philosophie: «Tout ce qui est excellent est aussi difficile que rare.»

Fluctuations du marché du portefeuille de l'investisseur

Chaque investisseur qui possède des actions ordinaires doit s'attendre à les voir fluctuer en valeur au fil des ans. Le comportement du DJIA depuis que notre dernière édition a été écrite en 1964 reflète probablement assez bien ce qui est arrivé au portefeuille d'actions d'un investisseur conservateur qui a limité ses avoirs en actions à ceux de grandes sociétés

importantes et financées de manière conservatrice. La valeur globale est passée d'un niveau moyen d'environ 890 à un sommet de 995 en 1966 (et 985 à nouveau en 1968), est tombée à 631 en 1970 et a repris presque complètement à 940 au début de 1971. (Étant donné que les problèmes individuels leurs notes élevées et basses à des moments différents, les fluctuations dans le groupe Dow Jones dans son ensemble sont moins graves que celles des composantes distinctes.) Nous avons retracé les fluctuations de prix d'autres types de portefeuilles d'actions ordinaires diversifiés et conservateurs et nous constater que les résultats globaux ne sont pas susceptibles d'être sensiblement différents de ce qui précède. En général, les actions des sociétés de deuxième ligne[*] fluctuent plus largement que les grandes, mais cela ne signifie pas nécessairement qu'un groupe de sociétés bien établies mais de plus petite taille se dégradera sur une période assez longue. Dans tous les cas, l'investisseur peut aussi bien se résigner à l'avance à la probabilité plutôt qu'à la simple possibilité que la plupart de ses avoirs avancent, disons, de 50% ou plus de leur point bas et déclinent l'équivalent d'un tiers ou plus de leur point haut à différentes périodes des cinq prochaines années.[‡]

Un investisseur sérieux est peu susceptible de croire que les fluctuations quotidiennes ou même mensuelles du marché boursier le rendent plus riche ou plus pauvre. Mais qu'en est-il des changements à plus long terme et plus larges? Ici, des questions pratiques se posent et les problèmes psychologiques risquent de se compliquer. Une augmentation substantielle du marché est à la fois un motif légitime de satisfaction et un motif de préoccupation prudente, mais elle peut également entraîner une forte tentation vers une action imprudente. Vos actions ont progressé, tant mieux! Vous êtes plus riche que vous, bien! Mais le prix a-t-il augmenté *trop* haut, et devriez-vous penser à vendre? Ou devriez-vous vous donner un coup de pied pour ne pas avoir acheté plus d'actions lorsque le niveau était plus bas? Ou - pire pensée de tous - si vous cédez maintenant la place au marché haussier, devenez infecté par l'enthousiasme, l'excès de confiance et la cupidité du grand public (dont, après tout, vous faites partie), et agrandissez et des engagements dangereux? Présentée ainsi sous forme imprimée, la réponse à la dernière question est un non évident *,* mais même l'investisseur intelligent aura probablement besoin d'une volonté considérable pour ne pas suivre la foule.

C'est pour ces raisons de nature humaine, encore plus que par le calcul du gain ou de la perte financière, que nous privilégions une sorte de méthode mécanique pour faire varier la proportion d'obligations par rapport aux actions du portefeuille de l'investisseur. Le principal avantage, peut-être, est qu'une telle formule lui donnera *quelque chose à faire.* Au fur

et à mesure que le marché progresse, il fera de temps en temps des ventes sur ses stocks, mettant le produit en obligations; au fur et à mesure qu'il déclinera, il inversera la procédure. Ces activités fourniront un débouché à ses énergies autrement trop refoulées. S'il est le bon type d'investisseur, il tirera une satisfaction supplémentaire de la pensée que ses opérations sont exactement opposées à celles de la foule.*

Évaluations d'entreprises et évaluations boursières

L'impact des fluctuations du marché sur la situation réelle de l'investisseur peut également être considéré du point de vue de l'actionnaire en tant que copropriétaire de diverses entreprises. Le détenteur d'actions négociables a en fait un double statut, et avec lui le privilège de profiter de l'un ou l'autre à son choix. D'une part, sa position est analogue à celle d'un actionnaire minoritaire ou d'un associé silencieux dans une entreprise privée. Ici, ses résultats dépendent entièrement des bénéfices de l'entreprise ou d'une variation de la valeur sous-jacente de ses actifs. Il déterminait généralement la valeur d'un tel intérêt privé en calculant sa part de la valeur nette, comme indiqué dans le bilan le plus récent. D'autre part, l'investisseur en actions ordinaires détient un morceau de papier, un certificat d'actions gravé, qui peut être vendu en quelques minutes à un prix qui varie d'un moment à l'autre - lorsque le marché est ouvert, c'est-à-dire - et est souvent très éloigné de la valeur du bilan.*

Le développement du marché boursier au cours des dernières décennies a rendu l'investisseur type plus dépendant du cours des cotations et moins libre qu'auparavant de se considérer comme un simple propriétaire d'entreprise. La raison en est que les entreprises prospères dans lesquelles il est susceptible de concentrer ses participations se vendent presque constamment à des prix bien supérieurs à leur valeur liquidative (ou valeur comptable, ou «valeur au bilan»). En payant ces primes de marché, l'investisseur donne de précieux otages à la fortune, car il doit dépendre de la bourse elle-même pour valider ses engagements.‡

Il s'agit d'un facteur de première importance dans l'investissement actuel, et il a reçu moins d'attention qu'il ne le mérite. Toute la structure des cotations boursières contient une contradiction intrinsèque. Plus le bilan et les perspectives d'une entreprise sont bons, moins le prix de ses actions sera lié à leur valeur comptable. Mais plus la prime est supérieure à la valeur comptable, moins la base de détermination de sa valeur intrinsèque est sûre, c'est-à-dire que plus cette «valeur» dépendra de l'humeur changeante et des mesures du marché boursier. Nous atteignons ainsi le dernier paradoxe, à savoir que plus l'entreprise réussit, plus les fluctuations

du cours de ses actions sont susceptibles d'être importantes. Cela signifie vraiment que, dans un sens très réel, meilleure est la qualité d'une action ordinaire, plus elle est susceptible d'être *spéculative* - du moins par rapport aux problèmes de qualité intermédiaire peu spectaculaires.* (Ce que nous avons dit s'applique à une comparaison des principales sociétés de croissance avec la majeure partie des préoccupations bien établies; nous excluons de notre champ de compétence les questions hautement spéculatives parce que les entreprises elles-mêmes sont spéculatives.)

L'argument présenté ci-dessus devrait expliquer le comportement souvent erratique des prix de nos entreprises les plus performantes et les plus impressionnantes. Notre exemple préféré est le monarque de tous - International Business Machines. Le prix de ses actions est passé de 607 à 300 en sept mois en 1962-1963; après deux scissions, son prix est tombé de 387 à 219 en 1970. De même, Xerox - un gain de revenus encore plus impressionnant au cours des dernières décennies - est tombé de 171 à 87 en 1962–63 et de 116 à 65 en 1970. Ces pertes frappantes n'ont pas indiquer tout doute sur la croissance future à long terme d'IBM ou de Xerox; ils reflétaient plutôt un manque de confiance dans la valorisation des primes que le marché boursier lui-même avait placée sur ces excellentes perspectives.

La discussion précédente nous amène à une conclusion d'importance pratique pour l'investisseur prudent dans les actions ordinaires. S'il doit accorder une attention particulière à la sélection de son portefeuille, il pourrait être préférable pour lui de se concentrer sur les questions se vendant à une approximation raisonnablement proche de leur valeur des actifs corporels - disons, pas plus d'un tiers au-dessus de ce chiffre. . Les achats effectués à de tels niveaux, ou à un niveau inférieur, peuvent logiquement être considérés comme liés au bilan de la société et comme ayant une justification ou un soutien indépendant des fluctuations des prix du marché. La prime sur la valeur comptable qui peut être impliquée peut être considérée comme une sorte de frais supplémentaires payés pour l'avantage de l'inscription en bourse et la négociabilité qui l'accompagne.

Une prudence s'impose ici. Un titre ne devient pas un investissement sûr simplement parce qu'il peut être acheté à un niveau proche de sa valeur d'actif. L'investisseur devrait en outre exiger un rapport bénéfice / prix satisfaisant, une situation financière suffisamment solide et la perspective que son résultat soit au moins maintenu au fil des années. Cela peut sembler exiger beaucoup d'un stock à prix modique, mais la prescription n'est pas difficile à remplir dans toutes les conditions du marché, mais dangereusement élevées. Une fois que l'investisseur est disposé à renoncer

à de brillantes perspectives, c'est-à-dire à une croissance supérieure à la moyenne, il n'aura aucune difficulté à trouver une large sélection de titres répondant à ces critères.

Dans nos chapitres sur la sélection des actions ordinaires (chapitres 14 et 15), nous fournirons des données montrant que plus de la moitié des émissions de DJIA répondaient à notre critère de valeur d'actif à la fin de 1970. L'investissement le plus largement détenu de tous - American Tel . & Tel. — vend effectivement en dessous de sa valeur d'immobilisation corporelle au moment où nous écrivons. La plupart des actions d'éclairage et de puissance, en plus de leurs autres avantages, sont désormais (début 1972) disponibles à des prix raisonnablement proches de leur valeur d'actif.

L'investisseur avec un portefeuille d'actions ayant de telles valeurs comptables derrière lui peut avoir une vision beaucoup plus indépendante et détachée des fluctuations des marchés boursiers que ceux qui ont payé des multiplicateurs élevés à la fois des bénéfices et des actifs corporels. Tant que la capacité de gain de ses participations reste satisfaisante, il peut accorder aussi peu d'attention qu'il le souhaite aux aléas de la Bourse. Plus que cela, il peut parfois utiliser ces caprices pour jouer le maître jeu de l'achat bas et de la vente haut.

L'exemple A. & P.

À ce stade, nous présenterons l'un de nos exemples originaux, qui remonte à de nombreuses années mais qui nous fascine car il combine de nombreux aspects de l'expérience d'entreprise et d'investissement. Il s'agit de la Great Atlantic & Pacific Tea Co. Voici l'histoire:

Les actions A. & P. ont été introduites à la négociation sur le marché «Curb», désormais l'American Stock Exchange, en 1929 et ont été vendues à 494. En 1932, elles étaient tombées à 104, bien que les bénéfices de la société aient été presque aussi importants en année généralement catastrophique comme précédemment. En 1936, la fourchette se situait entre 111 et 131. Puis, pendant la récession économique et le marché baissier de 1938, les actions sont tombées à un nouveau plus bas de 36.

Ce prix était extraordinaire. Cela signifiait que les actions privilégiées et communes se vendaient ensemble pour 126 millions de dollars, bien que la société venait de déclarer qu'elle détenait 85 millions de dollars en espèces et un fonds de roulement (ou actif net courant) de 134 millions de dollars. A. & P. était la plus grande entreprise de vente au détail en Amérique, sinon dans le monde, avec un record continu et impressionnant

de revenus importants pendant de nombreuses années. Pourtant, en 1938, cette entreprise exceptionnelle était considérée à Wall Street comme ayant une valeur inférieure à ses seuls actifs actuels, ce qui signifie moins en continu que si elle était liquidée. Pourquoi? D'abord parce qu'il y avait des menaces de taxes spéciales sur les chaînes de magasins; deuxièmement, parce que les bénéfices nets avaient baissé l'année précédente; et, troisièmement, parce que le marché général était déprimé. La première de ces raisons était une peur exagérée et finalement sans fondement; les deux autres étaient typiques des influences temporaires.

Supposons que l'investisseur ait acheté A. & P. common en 1937 à, disons, 12 fois son revenu moyen sur cinq ans, soit environ 80. Nous sommes loin d'affirmer que le déclin qui s'ensuit à 36 n'a pas d'importance pour lui . Il aurait été bien avisé d'examiner la photo avec soin, pour voir s'il avait fait des erreurs de calcul. Mais si les résultats de son étude étaient rassurants - comme ils auraient dû l'être -, il avait alors le droit d'ignorer le déclin du marché comme un caprice temporaire de la finance, à moins qu'il n'ait les fonds et le courage d'en profiter en achetant davantage sur le marché. base de négociation offerte.

Suite et réflexions

L'année suivante, 1939, les actions A. & P. ont progressé à 117½, soit trois fois le prix bas de 1938 et bien au-dessus de la moyenne de 1937. Un tel revirement dans le comportement des actions ordinaires n'est pas rare, mais dans le Dans le cas d'A. & P., il était plus frappant que la plupart. Dans les années après 1949, les parts de la chaîne d'épicerie ont augmenté avec le marché général jusqu'à ce qu'en 1961, le stock fractionné (10 pour 1) atteigne un sommet de 70½, ce qui équivaut à 705 pour les actions de 1938.

Ce prix de 70½ était remarquable car il représentait 30 fois le bénéfice de 1961. Un tel rapport prix / bénéfice - qui se compare à 23 fois pour le DJIA cette année-là - devait laisser supposer une croissance brillante des bénéfices. Cet optimisme n'avait aucune justification dans les résultats de l'entreprise au cours des années précédentes, et il s'est avéré complètement faux. Au lieu de progresser rapidement, l'évolution des gains au cours de la période suivante a été généralement à la baisse. L'année après le sommet de 70½, le prix a chuté de plus de moitié à 34. Mais cette fois, les actions n'ont pas eu la qualité marchande qu'elles avaient montrée lors de la cotation basse en 1938. Après diverses sortes de fluctuations, le prix est tombé à un autre creux de 21½ en 1970 et 18 en 1972 - après avoir signalé le premier *déficit* trimestriel de son histoire.

Nous voyons dans cette histoire quelle peut être l'ampleur des vicissitudes d'une grande entreprise américaine en un peu plus d'une génération, et aussi avec quels mauvais calculs et excès d'optimisme et de pessimisme le public a évalué ses parts. En 1938, l'entreprise était réellement cédée, sans preneurs; en 1961, le public réclamait les actions à un prix ridiculement élevé. Après cela est venue une perte rapide de la moitié de la valeur marchande, et quelques années plus tard, une nouvelle baisse substantielle. Entre-temps, l'entreprise devait passer d'une performance exceptionnelle à une performance médiocre; son bénéfice au cours de l'année de boom 1968 devait être inférieur à celui de 1958; il avait versé une série de petits dividendes en actions déroutants non justifiés par les ajouts actuels à l'excédent; et ainsi de suite. A. & P. était une entreprise plus grande en 1961 et 1972 qu'en 1938, mais pas aussi bien gérée, pas aussi rentable et pas aussi attrayante.*

Il y a deux grandes morales dans cette histoire. La première est que le marché boursier se trompe souvent, et parfois un investisseur alerte et courageux peut profiter de ses erreurs de brevet. L'autre est que la plupart des entreprises changent de caractère et de qualité au fil des ans, parfois pour le mieux, peut-être plus souvent pour le pire. L'investisseur n'a pas besoin de regarder les performances de ses entreprises comme un faucon; mais il devrait lui donner un bon regard dur de temps en temps.

Revenons à notre comparaison entre le détenteur d'actions négociables et l'homme intéressé par une entreprise privée. Nous avons dit que le premier a la *possibilité* de se considérer simplement comme le copropriétaire des différentes entreprises dans lesquelles il a investi, ou comme le détenteur d'actions qui peuvent être vendues à tout moment qu'il souhaite au prix coté du marché.

Mais notez ce fait important: le véritable investisseur *n'est* presque jamais *obligé de vendre* ses actions, et à tout autre moment, il est libre de ne pas tenir compte du cours actuel. Il doit y prêter attention et agir uniquement dans la mesure où cela convient à son livre, et pas plus.* Ainsi, l'investisseur qui se laisse tamponner ou est indûment inquiété par des baisses de marché injustifiées dans ses avoirs transforme perversement son avantage de base en un désavantage de base. Cet homme serait mieux placé si ses actions n'avaient aucune cotation sur le marché, car il serait alors épargné par l'angoisse mentale que lui causaient *les* erreurs de jugement d'autrui.‡

Soit dit en passant, une situation répandue de ce type existait en fait pendant les jours de dépression sombre de 1931-1933. Il y avait alors un

avantage psychologique à posséder des intérêts commerciaux qui n'avaient pas de marché coté. Par exemple, les personnes qui détenaient des hypothèques de premier rang sur des biens immobiliers qui continuaient de payer des intérêts ont pu se dire que leurs investissements avaient conservé leur pleine valeur, aucune cotation du marché n'indiquant le contraire. D'un autre côté, de nombreuses obligations de sociétés cotées d'une qualité encore meilleure et d'une force sous-jacente plus élevée ont subi de fortes diminutions de leurs cotations sur le marché, faisant ainsi croire à leurs propriétaires qu'elles devenaient nettement plus pauvres. En réalité, les propriétaires étaient mieux lotis avec les titres cotés, malgré les bas prix de ceux-ci. Car s'ils l'avaient voulu ou étaient obligés de le faire, ils auraient au moins pu vendre les émissions - éventuellement pour les échanger contre de meilleures affaires. Ou ils auraient tout aussi logiquement pu ignorer l'action du marché comme temporaire et essentiellement dénuée de sens. Mais c'est une illusion de se dire que vous n'avez subi aucune baisse de valeur *simplement parce que* vos titres n'ont aucun marché coté.

Revenant à notre actionnaire A. & P. en 1938, nous affirmons que tant qu'il a conservé ses actions, il n'a subi aucune perte dans leur baisse de prix, au-delà de ce que son propre jugement aurait pu lui dire a été causé par un rétrécissement de leur sous-jacent ou valeur intrinsèque. Si aucun rétrécissement ne s'était produit, il avait le droit de s'attendre à ce qu'en temps voulu, la cotation du marché revienne au niveau de 1937 ou mieux - comme en fait l'année suivante. À cet égard, sa position était au moins aussi bonne que s'il avait détenu une participation dans une entreprise privée sans marché coté pour ses actions. Car dans ce cas également, il aurait pu ou non être justifié d'arrêter mentalement une partie du coût de ses avoirs en raison de l'impact de la récession de 1938 - selon ce qui était arrivé à son entreprise.

Les détracteurs de l'approche fondée sur la valeur de l'investissement en actions font valoir que les actions ordinaires cotées ne peuvent pas être correctement considérées ou évaluées de la même manière qu'un intérêt dans une entreprise privée similaire, car la présence d'un marché de la sécurité organisé «injecte dans la propriété des actions la nouvelle et extrêmement importante attribut de la liquidité. »Mais ce que signifie réellement cette liquidité, premièrement, l'investisseur bénéficie de l'évaluation quotidienne et changeante de ses avoirs *par* le marché boursier, *quelle que soit la valeur de cette évaluation,* et, deuxièmement, que l'investisseur est en mesure de d'augmenter ou de diminuer son investissement à la valeur quotidienne du marché - *s'il le souhaite.* Ainsi, l'existence d'un marché coté donne à l'investisseur *certaines options* qu'il

n'a pas si sa sécurité n'est pas cotée. Mais cela n'impose pas la cotation actuelle à un investisseur qui préfère reprendre son idée de la valeur d'une autre source.

Terminons cette section par quelque chose qui ressemble à une parabole. Imaginez que dans une entreprise privée, vous détenez une petite part qui vous coûte 1 000 $. Un de vos partenaires, nommé M. Market, est vraiment très obligeant. Chaque jour, il vous dit ce qu'il pense que votre intérêt vaut et vous propose en outre de vous racheter ou de vous vendre un intérêt supplémentaire sur cette base. Parfois, son idée de la valeur semble plausible et justifiée par les développements commerciaux et les perspectives telles que vous les connaissez. Souvent, par contre, M. Market laisse filer son enthousiasme ou ses peurs avec lui, et la valeur qu'il propose vous semble un peu idiote.

Si vous êtes un investisseur prudent ou un homme d'affaires avisé, laisserez-vous la communication quotidienne de M. Market déterminer votre opinion sur la valeur d'un intérêt de 1 000 $ dans l'entreprise? Seulement si vous êtes d'accord avec lui ou si vous souhaitez faire du commerce avec lui. Vous pouvez être heureux de lui vendre quand il vous propose un prix ridiculement élevé, et tout aussi heureux de lui acheter quand son prix est bas. Mais le reste du temps, vous serez plus avisé de vous faire votre propre idée de la valeur de vos avoirs, sur la base de rapports complets de la société sur ses opérations et sa situation financière.

Le véritable investisseur est dans cette position même lorsqu'il possède une action ordinaire cotée. Il peut profiter du prix du marché quotidien ou le laisser tranquille, comme dicté par son propre jugement et son inclination. Il doit prendre connaissance des mouvements de prix importants, sinon son jugement n'aura rien à travailler. En théorie, ils peuvent lui donner un signal d'avertissement qu'il fera bien de respecter - cela signifie en clair qu'il doit vendre ses actions *parce que* le cours a baissé, laissant présager de pires choses à venir. À notre avis, ces signaux sont trompeurs au moins aussi souvent qu'ils sont utiles. Fondamentalement, les fluctuations de prix n'ont qu'une seule signification significative pour le véritable investisseur. Ils lui offrent la possibilité d'acheter judicieusement lorsque les prix baissent fortement et de vendre judicieusement lorsqu'ils avancent beaucoup. À d'autres moments, il fera mieux s'il oublie la bourse et prête attention à ses rendements de dividendes et aux résultats d'exploitation de ses sociétés.

Sommaire

La distinction la plus réaliste entre l'investisseur et le spéculateur se trouve dans leur attitude envers les mouvements boursiers. L'intérêt principal du spéculateur réside dans l'anticipation et la valorisation des fluctuations du marché. Le principal intérêt de l'investisseur réside dans l'acquisition et la détention de titres appropriés à des prix appropriés. Les mouvements du marché sont importants pour lui dans un sens pratique, car ils créent alternativement des niveaux de prix bas auxquels il serait sage d'acheter et des niveaux de prix élevés auxquels il devrait certainement s'abstenir d'acheter et serait probablement sage de vendre.

Il est loin d'être certain que l'investisseur type devrait régulièrement suspendre ses achats jusqu'à l'apparition de faibles niveaux de marché, car cela peut impliquer une longue attente, très probablement la perte de revenus et le manque éventuel d'opportunités d'investissement. Dans l'ensemble, il peut être préférable que l'investisseur achète ses actions chaque fois qu'il a de l'argent à investir, *sauf* lorsque le niveau général du marché est beaucoup plus élevé que ce qui peut être justifié par des normes de valeur bien établies. S'il veut être astucieux, il peut rechercher les opportunités de négociation toujours présentes dans les titres individuels.

En plus de prévoir les mouvements du marché général, beaucoup d'efforts et de capacités sont consacrés à Wall Street à la sélection de titres ou de groupes industriels qui, en termes de prix, «feront mieux» que les autres sur une période assez courte à l'avenir. Aussi logique que cela puisse paraître, nous ne pensons pas qu'il soit adapté aux besoins ou au tempérament du véritable investisseur, d'autant plus qu'il serait en concurrence avec un grand nombre de traders boursiers et d'analystes financiers de premier ordre qui tentent de le faire. la même chose. Comme dans toutes les autres activités qui mettent l'accent sur les mouvements de prix d'abord et les valeurs sous-jacentes ensuite, le travail de nombreux esprits intelligents constamment engagés dans ce domaine a tendance à s'auto-neutraliser et à se vaincre au fil des ans.

L'investisseur disposant d'un portefeuille d'actions saines doit s'attendre à ce que leurs prix fluctuent et ne doit pas être concerné par des baisses importantes ni s'exciter par des avancées importantes. Il doit toujours se rappeler que les cotations du marché sont là pour sa commodité, soit pour en profiter, soit pour être ignorées. Il ne devrait jamais acheter un stock *parce* qu'il a augmenté ou en vendre un *parce* qu'il a baissé. Il ne se tromperait pas si cette devise se lisait plus simplement: «N'achetez jamais un stock immédiatement après une hausse substantielle ou n'en vendez pas immédiatement après une baisse substantielle.»

Une considération supplémentaire

Il faudrait dire quelque chose sur l'importance des prix moyens du marché comme mesure de la compétence de gestion. L'actionnaire juge si son propre investissement a été couronné de succès tant en termes de dividendes reçus qu'en termes d'évolution à long terme de la valeur de marché moyenne. Les mêmes critères devraient logiquement être appliqués pour tester l'efficacité de la gestion d'une entreprise et la solidité de son attitude envers les propriétaires de l'entreprise.

Cette déclaration peut sembler être un truisme, mais elle doit être soulignée. Pour l'instant, il n'y a pas de technique ou d'approche acceptée par laquelle la gestion est mise à la barre de l'opinion du marché. Au contraire, les directions ont toujours insisté sur le fait qu'elles n'ont aucune responsabilité *d'aucune sorte quant* à ce qui arrive à la valeur de marché de leurs actions. Il est vrai, bien sûr, qu'ils ne sont pas responsables de ces *fluctuations* de prix qui, comme nous l'avons insisté, n'ont aucun rapport avec les conditions et les valeurs sous-jacentes. Mais ce n'est que le manque de vigilance et d'intelligence de la part des actionnaires qui permet à cette immunité de s'étendre à tout le domaine des cotations du marché, y compris la mise en place permanente d'un niveau de prix déprécié et insatisfaisant. Les bonnes gestions produisent un bon prix moyen du marché, et les mauvaises gestions produisent de mauvais prix du marché.*

Fluctuations des prix des obligations

L'investisseur doit être conscient que même si la sécurité de son capital et de ses intérêts peut être incontestée, une obligation à long terme peut varier considérablement dans le prix du marché en réponse aux variations des taux d'intérêt. Dans le tableau 8-1, nous donnons des données pour plusieurs années jusqu'en 1902 couvrant les rendements des émissions de sociétés de haute qualité et en franchise d'impôt. Comme illustrations individuelles, nous ajoutons les fluctuations de prix de deux problèmes ferroviaires représentatifs pour une période similaire. (Il s'agit des hypothèques générales Atchison, Topeka et Santa Fe, dues en 1995, pour les générations une de nos principales émissions obligataires non remboursables, et des Northern Pacific Ry. 3, échéant en 2047 - à l'origine une échéance de 150 ans! - d'une durée typique de Baarated liaison.)

En raison de leur relation inverse, les faibles rendements correspondent aux prix élevés et vice versa. Le déclin dans le Pacifique Nord 3 en 1940 représentait principalement des doutes quant à la sécurité du problème. Il est extraordinaire que le prix ait atteint un niveau record au cours des prochaines années, puis ait perdu les deux tiers de son prix

principalement en raison de la hausse des taux d'intérêt généraux. Il y a également eu des variations surprenantes dans le prix des obligations, même les plus élevées, au cours des quarante dernières années.

Il est à noter que les prix des obligations ne fluctuent pas dans la même proportion (inverse) que les rendements calculés, car leur valeur d'échéance fixe de 100% exerce une influence modératrice. Cependant, pour de très longues échéances, comme dans notre exemple du Pacifique Nord, les prix et les rendements varient à peu près au même taux.

Depuis 1964, des mouvements records *dans les deux sens* ont eu lieu sur le marché obligataire de qualité supérieure. Si l'on prend l'exemple des «grandes municipalités» (hors taxes), leur rendement a plus que doublé, passant de 3,2% en janvier 1965 à 7% en juin 1970. Leur indice des prix a baissé, de façon correspondante, de 110,8 à 67,5. Au milieu des années 1970, les rendements des obligations à long terme de qualité supérieure étaient plus élevés qu'à *tout moment au cours des près de 200 ans d'histoire économique de ce pays.* * Vingt-cinq ans plus tôt, juste avant le début de notre marché haussier prolongé, les rendements obligataires étaient à leur point le *plus bas* de l'histoire; les municipalités à long terme n'ont rapporté que 1%, et les industriels ont donné 2,40% par rapport aux 4½ à 5% précédemment considérés comme «normaux». Ceux d'entre nous qui ont une longue expérience à Wall Street avaient vu la loi de Newton sur «l'action et la réaction, égales». et opposé »se répètent à plusieurs reprises en bourse - l'exemple le plus notable étant la hausse du DJIA de 64 en 1921 à 381 en 1929, suivie d'un effondrement record à 41 en 1932. Mais cette fois, les balancements pendulaires les plus larges ont eu lieu dans l'éventail des prix et des rendements des obligations de qualité supérieure généralement lent et lent. Morale: rien d'important à Wall Street ne peut être compté pour se produire exactement de la même manière que ce qui s'est produit auparavant. Cela représente la première moitié de notre dicton préféré: " *Plus cela change,* plus c'est la même chose."

S'il est pratiquement impossible de faire des prévisions valables sur les mouvements de prix des actions, il est tout à fait impossible de le faire pour les obligations.* Dans l'ancien temps, au moins, on pouvait souvent trouver un indice utile à la fin prochaine d'un marché haussier ou baissier en étudiant l'action préalable des obligations, mais aucun indice similaire n'a été donné à un changement à venir des taux d'intérêt et des prix des obligations . L'investisseur doit donc choisir entre des investissements obligataires à long terme et à court terme en fonction principalement de ses préférences personnelles. S'il veut être certain que les valeurs de marché ne diminueront pas, ses meilleurs choix sont probablement les obligations d'épargne américaines, séries E ou H, qui ont été décrites ci-dessus, p. 93. L'une ou l'autre émission lui donnera un rendement de 5% (après la première année), la série E jusqu'à 5 5/6 ans, la série H jusqu'à 10 ans, avec une valeur de revente garantie de coût ou mieux.

Si l'investisseur veut les 7,5% maintenant disponibles sur les bonnes obligations de sociétés à long terme, ou les 5,3% sur les municipalités non imposables, il doit être prêt à les voir fluctuer dans le prix. Les banques et les compagnies d'assurance ont le privilège d'évaluer les obligations de ce type à notation élevée sur la base mathématique du «coût amorti», qui ne

tient pas compte des prix du marché; ce ne serait pas une mauvaise idée pour l'investisseur individuel de faire quelque chose de similaire.

Les fluctuations de prix des obligations *convertibles* et des actions privilégiées résultent de trois facteurs différents: (1) les variations du prix des actions ordinaires connexes, (2) les variations de la solvabilité de la société et (3) les variations d'intérêt général les taux. Bon nombre des émissions convertibles ont été vendues par des sociétés dont la cote de crédit est bien inférieure à la meilleure. [3] Certains d'entre eux ont été gravement touchés par la crise financière de 1970. En conséquence, les émissions convertibles dans leur ensemble ont été soumises à des influences triplement perturbatrices ces dernières années, et les variations de prix ont été exceptionnellement importantes. Dans le cas typique, l'investisseur se tromperait donc s'il s'attendait à trouver dans les émissions convertibles cette combinaison idéale de la sécurité d'une obligation de qualité supérieure et d'une protection des prix plus une chance de bénéficier d'une augmentation du prix du commun.

C'est peut-être un bon endroit pour faire une suggestion sur «l'obligation à long terme de l'avenir». Pourquoi les effets de la variation des taux d'intérêt ne devraient-ils pas être répartis sur une base pratique et équitable entre l'emprunteur et le prêteur? Une possibilité serait de vendre des obligations à long terme avec des paiements d'intérêts qui varient en fonction d'un indice approprié du taux en vigueur. Les principaux résultats d'un tel arrangement seraient: (1) l'obligation de l'investisseur aurait toujours une valeur en capital d'environ 100, si l'entreprise maintient sa cote de crédit, mais les intérêts reçus varieront, par exemple, avec le taux proposé sur les nouvelles problèmes; (2) la société aurait les avantages de la dette à long terme - étant épargné des problèmes et des coûts de renouvellements fréquents de refinancement - mais ses frais d'intérêt changeraient d'année en année. [4]

Au cours de la dernière décennie, l'investisseur obligataire a été confronté à un dilemme de plus en plus sérieux: doit-il choisir une stabilité totale de la valeur principale, mais avec des taux d'intérêt variables et généralement bas (à court terme)? Ou doit-il choisir un revenu à taux fixe, avec des variations considérables (généralement à la baisse, semble-t-il) de sa valeur principale? Il serait bon pour la plupart des investisseurs de pouvoir faire des compromis entre ces extrêmes, et d'être assurés que ni leur rendement des intérêts ni leur valeur principale ne tomberont en dessous d'un minimum déclaré sur, disons, une période de 20 ans. Cela pourrait être arrangé, sans grande difficulté, dans un contrat de cautionnement approprié d'une nouvelle forme. Remarque importante: En

fait, le gouvernement américain a fait la même chose dans sa combinaison des contrats d'épargne-obligations d'origine avec leurs extensions à des taux d'intérêt plus élevés. La suggestion que nous faisons ici couvrirait une période d'investissement fixe plus longue que les obligations d'épargne et introduirait plus de flexibilité dans les dispositions sur les taux d'intérêt.*

Il ne vaut guère la peine de parler des actions privilégiées non convertibles, car leur statut fiscal spécial rend les titres sûrs beaucoup plus souhaitables pour les sociétés - par exemple, les compagnies d'assurance - que pour les particuliers. Les titres de qualité inférieure fluctuent presque toujours sur une large plage, en pourcentage, pas trop différemment des actions ordinaires. Nous ne pouvons faire aucune autre remarque utile à leur sujet. Tableau 16-2 ci-dessous, p. 406, donne quelques informations sur les variations de prix des actions non convertibles de qualité inférieure entre décembre 1968 et décembre 1970. La baisse moyenne était de 17%, contre 11,3% pour l'indice composite S&P des actions ordinaires.

Commentaire sur le chapitre 8

> Le bonheur de ceux qui veulent être populaires dépend des autres; le bonheur de ceux qui recherchent le plaisir varie avec des humeurs hors de leur contrôle; mais le bonheur des sages naît de leurs propres actes libres.
>
> —*Marcus Aurelius*

Dr. Jekyll et Mr. Market

La plupart du temps, le marché est le plus précis pour évaluer la plupart des actions. Des millions d'acheteurs et de vendeurs marchandant sur les prix font un excellent travail d'évaluation des entreprises, en moyenne. Mais parfois, le prix n'est pas correct; de temps en temps, c'est vraiment très mal. Et à de tels moments, vous devez comprendre l'image de Graham de M. Market, probablement la métaphore la plus brillante jamais créée pour expliquer comment les actions peuvent devenir mal évaluées.[1] Le maniaco-

dépressif M. Market n'évalue pas toujours les actions comme un évaluateur ou un acheteur privé apprécierait une entreprise. Au lieu de cela, lorsque les stocks augmentent, il paie heureusement plus que leur valeur objective; et, quand ils descendent, il est désespéré de les jeter pour moins que leur vraie valeur.

Est-ce que M. Market est toujours là? Est-il toujours bipolaire? Vous pariez qu'il l'est.

Le 17 mars 2000, l'action d'Inktomi Corp. a atteint un nouveau sommet de 231 625 $. Depuis leur arrivée sur le marché en juin 1998, les parts de la société de logiciels de recherche sur Internet ont augmenté d'environ 1 900%. Rien qu'en quelques semaines depuis décembre 1999, le stock avait presque triplé.

Que se passait-il chez Inktomi, l'entreprise qui pourrait rendre Inktomi le stock si précieux? La réponse semble évidente: une croissance phénoménalement rapide. Au cours des trois mois se terminant en décembre 1999, Inktomi a vendu pour 36 millions de dollars de produits et services, soit plus qu'au cours de l'année entière se terminant en décembre 1998. Si Inktomi pouvait maintenir son taux de croissance des 12 mois précédents pour cinq années supplémentaires seulement, son les revenus exploseraient de 36 millions de dollars par trimestre à 5 milliards de dollars par mois. Avec une telle croissance en vue, plus le titre augmentait rapidement, plus il semblait certain de monter.

Mais dans sa folle histoire d'amour avec les actions d'Inktomi, M. Market négligeait quelque chose à propos de son entreprise. L'entreprise perdait de l'argent, beaucoup. Il avait perdu 6 millions de dollars au cours du dernier trimestre, 24 millions de dollars au cours des 12 mois précédents et 24 millions de dollars l'année précédente. Au cours de sa vie d'entreprise, Inktomi n'avait jamais fait un centime de bénéfices. Pourtant, le 17 mars 2000, M. Market évaluait cette petite entreprise à un total de 25 milliards de dollars. (Oui, c'est *milliard,* avec un *B.*)

Et puis M. Market est entré dans une dépression soudaine et cauchemardesque. Le 30 septembre 2002, deux ans et demi seulement après avoir atteint 231 625 $ par action, les actions d'Inktomi ont clôturé à 25 cents, passant d'une valeur marchande totale de 25 milliards de dollars à moins de 40 millions de dollars. Les affaires d'Inktomi s'étaient-elles taries? Pas du tout; au cours des 12 mois précédents, la société avait généré 113 millions de dollars de revenus. Alors qu'est-ce qui a changé? Seule l'humeur de M. Market: Au début de 2000, les investisseurs étaient si fous d'Internet qu'ils ont évalué les actions d'Inktomi à 250 fois les revenus de la

société. Maintenant, cependant, ils ne paieraient que 0,35 fois ses revenus. M. Market était passé du Dr Jekyll à M. Hyde et saccageait férocement tous les animaux qui l'avaient ridiculisé.

Mais M. Market n'était pas plus justifié dans sa rage de minuit qu'il ne l'avait été dans son euphorie maniaque. Le 23 décembre 2002, Yahoo! Inc. a annoncé qu'elle achèterait Inktomi pour 1,65 $ par action. C'était près de sept fois le cours de l'action d'Inktomi le 30 septembre. L'histoire montrera probablement que Yahoo! a obtenu une bonne affaire. Lorsque M. Market rend les actions si bon marché, il n'est pas étonnant que des entreprises entières soient achetées directement sous lui.[2]

Pense pour toi même

Accepteriez-vous volontiers qu'un fou certifiable vienne au moins cinq fois par semaine pour vous dire que vous devriez ressentir exactement ce qu'il ressent? Seriez-vous jamais d'accord pour être euphorique juste parce qu'il est - ou misérable simplement parce qu'il pense que vous devriez l'être? Bien sûr que non. Vous insisteriez sur votre droit de prendre le contrôle de votre propre vie émotionnelle, en fonction de vos expériences et de vos croyances. Mais, en ce qui concerne leur vie financière, des millions de personnes laissent M. Market leur dire comment se sentir et quoi faire - malgré le fait évident que, de temps en temps, il peut devenir plus fou qu'un gâteau aux fruits.

En 1999, alors que M. Market criait de joie, les employés américains ont dirigé en moyenne 8,6% de leurs chèques de paie dans leurs plans de retraite 401 (k). En 2002, après que M. Market ait passé trois ans à mettre les stocks dans des sacs à ordures noirs, le taux de cotisation moyen avait chuté de près du quart, à seulement 7%.[3] Plus les actions étaient bon marché, moins les gens étaient impatients de les acheter - parce qu'ils imitaient M. Market, au lieu de penser par eux-mêmes.

L'investisseur intelligent ne doit pas ignorer complètement M. Market. Au lieu de cela, vous devriez faire affaire avec lui, mais uniquement dans la mesure où cela sert vos intérêts. Le travail de M. Market est de vous fournir des prix; votre travail consiste à décider s'il est à votre avantage d'agir en conséquence. *Vous n'êtes pas obligé d'échanger avec lui simplement parce qu'il vous le demande constamment.*

En refusant de laisser M. Market être votre maître, vous le transformez en votre serviteur. Après tout, même s'il semble détruire des valeurs, il les crée ailleurs. En 1999, l'indice Wilshire 5000 - la mesure la plus large de la performance des actions américaines - a progressé de 23,8%, grâce aux

valeurs des technologies et des télécommunications. Mais 3 743 des 7 234 actions de l'indice Wilshire ont perdu de la valeur alors que la moyenne augmentait. Alors que ces actions de haute technologie et de télécommunications étaient plus chaudes que le capot d'une voiture de course un après-midi d'août, des milliers d'actions de la «vieille économie» ont été gelées dans la boue - de moins en moins chères.

Le stock de CMGI, un «incubateur» ou une société de portefeuille pour les start-ups Internet, a augmenté de 939,9% en 1999. Pendant ce temps, Berkshire Hathaway - la société de portefeuille à travers laquelle le plus grand disciple de Graham, Warren Buffett, possède de tels piliers de la vieille économie comme Coca-Cola, Gillette et la Washington Post Co. — ont chuté de 24,9%.[4]

Mais ensuite, comme c'est souvent le cas, le marché a subitement changé d'humeur. La figure 8-1 montre comment les puants de 1999 sont devenus les stars de 2000 à 2002.

Quant à ces deux holdings, CMGI a perdu 96% en 2000, 70,9% en 2001 et 39,8% de plus en 2002, soit une perte cumulée de 99,3%. Berkshire

Hathaway a augmenté de 26,6% en 2000 et de 6,5% en 2001, puis a enregistré une légère perte de 3,8% en 2002, soit un gain cumulé de 30%.

Pouvez-vous battre les pros à leur propre jeu?

L'une des idées les plus puissantes de Graham est la suivante: «L'investisseur qui se laisse tamponner ou est indûment inquiété par les baisses injustifiées du marché dans ses avoirs transforme perversement son avantage de base en un désavantage de base.»

Que veut dire Graham par ces mots «avantage de base»? Il signifie que l'investisseur individuel intelligent a la pleine liberté de choisir de suivre ou non M. Market. Vous avez le luxe de pouvoir penser par vous-même.[5]

Le gestionnaire de fonds typique, cependant, n'a d'autre choix que d'imiter chaque mouvement de M. Market - acheter haut, vendre bas, marcher presque sans réfléchir sur ses traces erratiques. Voici quelques-uns des handicaps des gestionnaires de fonds communs de placement et d'autres investisseurs professionnels qui sont aux prises avec:

- Avec des milliards de dollars sous gestion, ils doivent se tourner vers les plus gros stocks - les seuls qu'ils peuvent acheter dans les quantités de plusieurs millions de dollars dont ils ont besoin pour remplir leurs portefeuilles. Ainsi, de nombreux fonds finissent par posséder les mêmes quelques géants hors de prix.

- Les investisseurs ont tendance à verser plus d'argent dans les fonds à mesure que le marché augmente. Les gérants utilisent ce nouvel argent pour acheter plus des actions qu'ils possèdent déjà, faisant monter les prix à des niveaux encore plus dangereux.

- Si les investisseurs du fonds demandent leur remboursement lorsque le marché baisse, les gestionnaires peuvent avoir besoin de vendre des actions pour les retirer. Tout comme les fonds sont obligés d'acheter des actions à des prix gonflés dans un marché en hausse, ils deviennent des vendeurs forcés car les actions redeviennent bon marché.

- De nombreux gestionnaires de portefeuille reçoivent des primes pour avoir battu le marché, de sorte qu'ils mesurent de manière obsessionnelle leurs rendements par rapport à des indices de référence comme l'indice S & P 500. Si une entreprise est ajoutée à un indice, des centaines de fonds l'achètent de manière compulsive. (S'ils ne le font pas, et que le stock se porte bien, les

gestionnaires ont l'air stupide; en revanche, s'ils l'achètent et que cela se passe mal, personne ne leur en voudra.)

- De plus en plus, les gestionnaires de fonds devraient se spécialiser. Tout comme en médecine, le médecin généraliste a cédé la place à l'allergologue pédiatrique et à l'oto-rhino-laryngologiste, les gestionnaires de fonds ne doivent acheter que des actions de «petite croissance», ou uniquement des actions de «valeur moyenne», ou rien que des actions de «grand mélange».[6] Si une entreprise devient trop grande, ou trop petite, ou trop bon marché, ou un peu trop chère, le fonds doit la vendre - même si le gestionnaire aime les actions.

Il n'y a donc aucune raison pour laquelle vous ne pouvez pas faire aussi bien que les pros. Ce que vous ne pouvez pas faire (malgré tous les experts qui disent que vous le pouvez) est de «battre les pros à leur propre jeu». *Les pros ne peuvent même pas gagner leur propre match!* Pourquoi voudriez-vous y jouer? Si vous suivez leurs règles, vous perdrez - puisque vous finirez par être autant esclave de M. Market que les professionnels.

Reconnaissez plutôt qu'investir intelligemment, c'est contrôler le contrôlable. Vous ne pouvez pas contrôler si les actions ou les fonds que vous achetez surclasseront le marché aujourd'hui, la semaine prochaine, ce mois-ci ou cette année; à court terme, vos retours seront toujours en otage de M. Market et de ses caprices. Mais vous *pouvez* contrôler:

- **vos frais de courtage,** en négociant rarement, patiemment et à moindre coût

- **vos frais de propriété,** en refusant d'acheter des fonds communs de placement avec des dépenses annuelles excessives

- **vos attentes,** en utilisant le réalisme, pas la fantaisie, pour prévoir vos retours[sept]

- **votre risque,** en décidant de la part de votre actif total à mettre en péril en bourse, en diversifiant et en rééquilibrant

- **vos factures d'impôt,** en détenant des actions pendant au moins un an et, dans la mesure du possible, pendant au moins cinq ans, pour réduire votre passif au titre des gains en capital

- **et, surtout, votre propre comportement.**

Si vous écoutez la télévision financière ou lisez la plupart des chroniqueurs du marché, vous penseriez qu'investir est une sorte de sport, ou une guerre, ou une lutte pour la survie dans une nature sauvage hostile. *Mais investir, ce n'est pas battre les autres à leur jeu. Il s'agit de se contrôler à son propre jeu.* Le défi pour l'investisseur intelligent n'est pas de trouver les actions qui augmenteront le plus et le moins, mais plutôt de vous empêcher d'être votre pire ennemi - d'acheter haut simplement parce que M. Market dit «Achetez!» Et de vendre bas juste parce que M. Market dit "Vendez!"

Si votre horizon d'investissement est long - au moins 25 ou 30 ans - il n'y a qu'une seule approche sensée: acheter tous les mois, automatiquement et chaque fois que vous pouvez économiser de l'argent. Le meilleur choix pour cette participation permanente est un fonds indiciel boursier total. Vendez uniquement lorsque vous avez besoin d'argent (pour un coup de pouce psychologique, coupez et signez votre «contrat de propriétaire d'investissement», que vous trouverez à la p. 225).

Pour être un investisseur intelligent, vous devez également refuser de juger de votre réussite financière en fonction de la situation d'un tas de parfaits étrangers. Vous n'êtes pas un sou plus pauvre si quelqu'un à Dubuque, Dallas ou Denver bat le S & P 500 et vous ne le faites pas. La pierre tombale de personne ne dit "IL BAT LE MARCHÉ".

J'ai interviewé une fois un groupe de retraités à Boca Raton, l'une des communautés de retraités les plus riches de Floride. J'ai demandé à ces gens - surtout dans la soixantaine - s'ils avaient battu le marché au cours de leur vie d'investissement. Certains ont dit oui, certains ont dit non; la plupart n'étaient pas sûrs. Puis un homme a dit: «Qui s'en soucie? Tout ce que je sais, c'est que mes investissements ont gagné suffisamment pour que je me retrouve à Boca. »

Pourrait-il y avoir une réponse plus parfaite? Après tout, l'intérêt d'investir n'est pas de gagner plus d'argent que la moyenne, mais de gagner suffisamment d'argent pour répondre à vos propres besoins. La meilleure façon de mesurer votre réussite en matière d'investissement n'est pas de savoir si vous battez le marché, mais si vous avez mis en place un plan financier et une discipline comportementale susceptibles de vous mener là où vous voulez aller. En fin de compte, ce qui importe n'est pas de franchir la ligne d'arrivée avant tout le monde, mais de vous assurer que vous la franchissez.[8]

Votre argent et votre cerveau

Pourquoi, alors, les investisseurs trouvent-ils M. Market si séduisant? Il s'avère que notre cerveau est câblé pour nous amener à investir des ennuis; les humains sont des animaux à la recherche de modèles. Les psychologues ont montré que si vous présentez aux gens une séquence aléatoire - et leur dites que c'est imprévisible - ils insisteront néanmoins pour essayer de deviner ce qui va suivre. De même, nous «savons» que le prochain lancer de dés sera un sept, qu'un joueur de baseball doit recevoir un coup sûr, que le prochain numéro gagnant de la loterie Powerball sera définitivement le 4-27-9-16-42. -10 - et que ce petit stock chaud est le prochain Microsoft.

De nouvelles recherches révolutionnaires en neurosciences montrent que notre cerveau est conçu pour percevoir les tendances même là où elles pourraient ne pas exister. Après qu'un événement se soit produit deux ou trois fois de suite, des régions du cerveau humain appelées la cingulaire antérieure et le noyau accumbens anticipent automatiquement que cela se reproduira. S'il se répète, un produit chimique naturel appelé dopamine est libéré, inondant votre cerveau d'une douce euphorie. Ainsi, si un stock augmente plusieurs fois de suite, vous vous attendez par réflexe à ce qu'il continue - et la chimie de votre cerveau change au fur et à mesure que le stock augmente, vous donnant un «high naturel». Vous devenez effectivement accro à vos propres prédictions.

Mais lorsque les stocks baissent, cette perte financière enflamme votre amygdale - la partie du cerveau qui traite la peur et l'anxiété et génère la fameuse réponse «combat ou fuite» qui est commune à tous les animaux acculés. Tout comme vous ne pouvez pas empêcher votre fréquence cardiaque d'augmenter si une alarme incendie se déclenche, tout comme vous ne pouvez pas éviter de broncher si un serpent à sonnettes se glisse sur votre chemin de randonnée, vous ne pouvez pas vous empêcher d'avoir peur lorsque les cours des actions plongent.[9]

En fait, les brillants psychologues Daniel Kahneman et Amos Tversky ont montré que la douleur d'une perte financière est plus de deux fois plus intense que le plaisir d'un gain équivalent. Gagner 1 000 $ sur une action est agréable, mais une perte de 1 000 $ exerce un coup de fouet émotionnel plus de deux fois plus puissant. Perdre de l'argent est si douloureux que beaucoup de gens, terrifiés par la perspective d'une nouvelle perte, vendent près du fond ou refusent d'en acheter davantage.

Cela permet d'expliquer pourquoi nous nous focalisons sur l'ampleur brute d'une baisse du marché et oublions de mettre la perte en proportion. Donc, si un journaliste de télévision crie: «Le marché est en

train de *plonger* - le Dow Jones est en baisse de *100 points!* »La plupart des gens frémissent instinctivement. Mais, au récent niveau de 8 000 du Dow Jones, c'est une baisse de seulement 1,2%. Imaginez maintenant à quel point cela serait ridicule si, un jour qu'il faisait 81 degrés dehors, le météorologue de la télévision hurlait: «La température est en train de *plonger* - elle est passée de *81 degrés* à *80 degrés!* «C'est aussi une baisse de 1,2%. Lorsque vous oubliez de voir l'évolution des prix du marché en pourcentage, il est trop facile de paniquer à cause de vibrations mineures. (Si vous avez des décennies d'investissement devant vous, il existe un meilleur moyen de visualiser les émissions d'informations financières; voir l'encadré à la p. 222.)

À la fin des années 1990, de nombreuses personnes ont eu le sentiment d'être dans le noir à moins de vérifier le prix de leurs stocks plusieurs fois par jour. Mais, comme le dit Graham, l'investisseur type «serait mieux si ses actions n'avaient aucune cotation du marché, car il serait alors épargné de l'angoisse mentale que lui causent *les* erreurs de jugement d'autrui». Si, après avoir vérifié le valeur de votre portefeuille d'actions à 1:24 PM ., vous vous sentez obligé de le vérifier encore une fois à 1:37 PM , posez - vous ces questions.:

NOUVELLES QUE VOUS POURRIEZ UTILISER

Les actions s'effondrent, alors vous allumez la télévision pour suivre les dernières nouvelles du marché. Mais au lieu de CNBC ou CNN, imaginez que vous pouvez vous connecter au réseau financier Benjamin Graham. Sur BGFN, l'audio ne capture pas ce fameux bruit sourd de la cloche de fermeture du marché; la vidéo ne parle pas des courtiers qui se précipitent sur le sol de la bourse comme des rongeurs en colère. BGFN ne diffuse pas non plus d'images d'investisseurs haletant sur des trottoirs gelés alors que des flèches rouges sifflent au-dessus des téléscripteurs électroniques.

Au lieu de cela, l'image qui remplit votre écran de télévision est la façade de la Bourse de New York, ornée d'une énorme bannière: «VENTE! 50% OFF! "En tant que musique d'introduction, Bachman-Turner Overdrive peut être entendu en hurlant quelques mesures de leur ancien brûleur de grange," Vous ne voyez rien d'autre encore. "Ensuite, le présentateur annonce brillamment," Les actions sont devenues plus attrayantes *encore encore* aujourd'hui, alors que le Dow Jones a *encore* baissé de 2,5% sur un volume important - le *quatrième jour de suite* que les actions sont devenues *moins chères.* Les investisseurs en technologie se sont *encore mieux* comportés *,* car des

sociétés de premier plan comme Microsoft ont *perdu près de 5% sur la journée,* ce qui les rend *encore plus abordables.* Cela vient *s'ajouter à* la *bonne* nouvelle de l'année dernière, dans laquelle les actions ont *déjà* perdu *50%,* ce qui les place à des niveaux de *négociation* jamais vus depuis des *années.* Et *certains* analystes éminents sont *optimistes* que les prix pourraient *encore* baisser dans les semaines et les mois à venir. »

Le journal revient sur le stratège du marché Ignatz Anderson de la société Wall Street de Ketchum & Skinner, qui déclare: «Je prévois que les actions perdront *encore 15% d'* ici juin. Je suis prudemment *optimiste* que si *tout se passe bien, les* actions pourraient perdre *25%,* peut - être *plus.* "

«Espérons qu'Ignatz Anderson a *raison* », dit joyeusement l'ancre. «La *chute* des cours boursiers serait une *excellente* nouvelle pour *tout* investisseur à très long terme *.* Et maintenant à *Wally Wood* pour nos prévisions *exclusives* AccuWeather. »

- Ai-je appelé un agent immobilier pour vérifier le prix du marché de ma maison à 13 h 24 ? Est-ce que je rappelle à 1:37 PM .?
- Si je l'avais fait, le prix aurait-il changé? Si c'était le cas, me serais-je précipité pour vendre ma maison?
- En ne vérifiant pas, ou même en connaissant, le prix du marché de ma maison de minute en minute, est-ce que j'empêche sa valeur d'augmenter au fil du temps?[dix]

La seule réponse possible à ces questions est *bien sûr que non!* Et vous devriez voir votre portefeuille de la même manière. Sur un horizon d'investissement de 10, 20 ou 30 ans, les gribouillis quotidiens de M. Market n'ont tout simplement pas d'importance. Dans tous les cas, pour tous ceux qui investiront dans les années à venir, la baisse des cours des actions est une bonne nouvelle, pas mauvaise, car elle vous permet d'acheter plus pour moins d'argent. Plus les stocks chutent de plus en plus, et plus vous continuez à acheter à mesure qu'ils chutent, plus vous gagnerez d'argent à la fin, *si* vous restez ferme jusqu'à la fin. Au lieu de craindre un marché baissier, vous devriez l'adopter. L'investisseur intelligent devrait être parfaitement à l'aise de posséder une action ou un fonds commun de placement même si le marché boursier a cessé de fournir des prix quotidiens pour les 10 prochaines années.[11]

Paradoxalement, «vous serez beaucoup plus en contrôle», explique le neuroscientifique Antonio Damasio, «si vous réalisez à quel point vous n'êtes pas en contrôle». En reconnaissant votre tendance biologique à acheter haut et à vendre bas, vous pouvez admettre la nécessité de coût moyen, rééquilibrer et signer un contrat d'investissement. En mettant une grande partie de votre portefeuille sur un pilote automatique permanent, vous pouvez combattre la dépendance à la prédiction, vous concentrer sur vos objectifs financiers à long terme et éliminer les sautes d'humeur de M. Market.

Quand M. Market vous donne des citrons, faites de la limonade

Bien que Graham enseigne que vous devez acheter lorsque M. Market crie «vendre», il y a une exception que l'investisseur intelligent doit comprendre. Vendre sur un marché baissier peut avoir du sens s'il crée une manne fiscale. L'US Internal Revenue Code vous permet d'utiliser vos pertes réalisées (toute baisse de valeur que vous bloquez en vendant vos actions) pour compenser jusqu'à 3 000 $ de revenu ordinaire.[12] Disons que vous acheté 200 actions de Coca-Cola en Janvier 2000 pour 60 $ par action, un investissement total de 12 000 $. À la fin de 2002, le stock était tombé à 44 $ par action, ou 8 800 $ pour votre lot - une perte de 3 200 $.

Vous auriez pu faire ce que la plupart des gens font, soit pleurnicher sur votre perte, soit la passer sous le tapis et prétendre que cela ne s'est jamais produit. Ou vous auriez pu prendre le contrôle. Avant la fin de 2002, vous auriez pu vendre toutes vos actions Coke, bloquant la perte de 3 200 $. Ensuite, après avoir attendu 31 jours pour se conformer aux règles de l'IRS, vous achèteriez à nouveau 200 actions de Coke. Résultat: vous pourriez réduire votre revenu imposable de 3 000 $ en 2002, et vous pourriez utiliser la perte restante de 200 $ pour compenser votre revenu en 2003. Et mieux encore, vous détiendriez toujours une entreprise dont vous croyez en l'avenir, mais maintenant vous en seriez propriétaire pour près d'un tiers de moins que ce que vous avez payé la première fois.[13]

L'oncle Sam subventionnant vos pertes, il peut être judicieux de vendre et de bloquer une perte. Si l'oncle Sam veut donner à M. Market un aspect logique en comparaison, qui sommes-nous pour nous plaindre?

Contrat de propriétaire d'investissement

Je, ____________ __________________, déclare par la présente que je suis un investisseur qui cherche à accumuler de la richesse pendant de nombreuses années dans le futur.

Je sais qu'il y aura de nombreuses fois où je serai tenté d'investir dans des actions ou des obligations parce qu'elles ont augmenté (ou «vont») en hausse de prix, et d'autres fois où je serai tenté de vendre mes investissements parce qu'ils ont disparu (ou "vont") vers le bas.

Je déclare par la présente mon refus de laisser un troupeau d'étrangers prendre mes décisions financières pour moi. De plus, je m'engage solennellement à ne jamais investir parce que le marché boursier a augmenté et à ne jamais vendre parce qu'il a baissé. Au lieu de cela, j'investirai ______.00 $ par mois, chaque mois, par le biais d'un plan d'investissement automatique ou d'un «programme d'étalement des coûts en dollars», dans les fonds communs de placement ou les portefeuilles diversifiés suivants:

________________________________,

________________________________,

________________________________.

J'investirai également des montants supplémentaires chaque fois que je peux me permettre d'épargner de l'argent (et je peux me permettre de le perdre à court terme).

Je déclare par la présente que je détiendrai chacun de ces investissements de manière continue jusqu'à au moins la date suivante (qui doit être au moins 10 ans après la date de ce contact): ________________ _____, 20__. Les seules exceptions autorisées par les termes de ce contrat sont un besoin urgent et urgent de liquidités, comme une urgence de santé ou la perte de mon emploi, ou une dépense prévue comme un acompte de logement ou une facture de frais de scolarité.

En signant ci-dessous, je déclare mon intention non seulement de respecter les termes de ce contrat, mais de relire ce document chaque fois que je serai tenté de vendre l'un de mes investissements.

Ce contrat n'est valable que s'il est signé par au moins un témoin et doit être conservé dans un endroit sûr et facilement accessible pour référence future.

Chapitre 9
Investir dans des fonds d'investissement

Un des moyens ouverts à l'investisseur défensif est de placer son argent en actions de sociétés d'investissement. Ceux qui sont remboursables sur demande par le détenteur, à la valeur liquidative, sont communément appelés «fonds communs de placement» (ou «fonds à capital variable»). La plupart d'entre eux vendent activement des actions supplémentaires par le biais d'un corps de vendeurs. Ceux qui ont des actions non rachetables sont appelés sociétés ou fonds «à capital fixe»; le nombre de leurs parts reste relativement constant. Tous les fonds de quelque importance que ce soit sont enregistrés auprès de la Securities & Exchange Commission (SEC) et sont soumis à ses réglementations et contrôles.[*]

L'industrie est très importante. À la fin de 1970, 383 fonds étaient enregistrés auprès de la SEC, avec des actifs totalisant 54,6 milliards de dollars. De ces 356 sociétés, avec 50,6 milliards de dollars, étaient des fonds communs de placement, et 27 sociétés avec 4,0 milliards de dollars, étaient fermées.[‡]

Il existe différentes manières de classer les fonds. L'une est la large division de leur portefeuille; ce sont des «fonds équilibrés» s'ils ont une composante importante (généralement environ un tiers) d'obligations, ou des «fonds d'actions» si leurs avoirs sont presque tous des actions ordinaires. (Il existe ici d'autres variétés, comme les «fonds obligataires», les «hedge funds», les «fonds de lettres», etc.)[*] Un autre est par leurs objectifs, car leur objectif principal est le revenu, la stabilité des prix ou l'appréciation du capital («croissance»). Une autre distinction réside dans

leur méthode de vente. Les «fonds de chargement» ajoutent des frais de vente (généralement environ 9% de la valeur des actifs sur les achats minimums) à la valeur avant frais. [1]D'autres, connus sous le nom de fonds «sans frais», ne prélèvent pas de frais de ce type; les gestions se contentent des honoraires habituels de conseil en investissement pour la gestion du capital. Puisqu'ils ne peuvent pas payer de commissions aux vendeurs, la taille des fonds sans frais a tendance à être faible.[‡] Les prix d'achat et de vente des *-fermés* fonds ne sont pas fixés par les entreprises, mais fluctuent sur le marché libre comme le fait le stock d' entreprise ordinaire.

La plupart des sociétés opèrent en vertu de dispositions spéciales de la loi de l'impôt sur le revenu, conçues pour dispenser les actionnaires de la double imposition de leurs revenus. En effet, les fonds doivent verser la quasi-totalité de leurs revenus ordinaires, c'est-à-dire les dividendes et les intérêts reçus, moins les dépenses. De plus, ils peuvent verser leurs bénéfices à long terme réalisés sur les ventes de placements - sous forme de «dividendes sur les gains en capital» - qui sont traités par l'actionnaire comme s'il s'agissait de ses propres bénéfices de sécurité. (Il existe une autre option ici, que nous omettons pour éviter l'encombrement.)[‡] Presque tous les fonds n'ont qu'une seule catégorie de titres en circulation. Une nouvelle ride, introduite en 1967, divise la capitalisation en une émission privilégiée, qui recevra tous les revenus ordinaires, et une émission de capital, ou actions ordinaires, qui recevra tous les bénéfices sur les ventes de titres. (Ces fonds sont appelés «fonds à double usage».)[*]

De nombreuses entreprises qui déclarent que leur objectif principal est de réaliser des gains en capital se concentrent sur l'achat de ce que l'on appelle les «actions de croissance» et elles ont souvent le mot «croissance» en leur nom. Certains se spécialisent dans un domaine désigné comme les produits chimiques, l'aviation, les investissements à l'étranger; cela est généralement indiqué dans leurs titres.

L'investisseur qui souhaite prendre un engagement intelligent en actions de fonds a donc devant lui une grande variété de choix quelque peu déroutants, pas trop différents de ceux proposés en investissement direct. Dans ce chapitre, nous traiterons de quelques questions majeures, à savoir:

1. Existe-t-il un moyen par lequel l'investisseur peut s'assurer de meilleurs résultats que la moyenne en choisissant les bons fonds? (Sous-question: qu'en est-il des «fonds de performance»?)[‡]

2. Sinon, comment peut-il éviter de choisir des fonds qui lui donneront des résultats inférieurs à la moyenne?

3. Peut-il faire des choix intelligents entre différents types de fonds - par exemple, équilibré par rapport à tout stock, ouvert par rapport à fermé, par rapport à sans frais?

Performance des fonds d'investissement dans son ensemble

Avant d'essayer de répondre à ces questions, nous devons dire quelque chose sur la performance de l'industrie des fonds dans son ensemble. At-il fait du bon travail pour ses actionnaires? De manière plus générale, comment les investisseurs de fonds se sont-ils comportés par rapport à ceux qui ont fait leurs investissements directement? Nous sommes tout à fait certains que les fonds dans leur ensemble ont servi un objectif utile. Ils ont favorisé de bonnes habitudes d'épargne et d'investissement; ils ont protégé d'innombrables personnes contre des erreurs coûteuses sur le marché boursier; ils ont apporté à leurs participants des revenus et des bénéfices proportionnels aux rendements globaux des actions ordinaires. Sur une base comparative, nous risquerions de supposer que l'individu moyen qui a mis son argent exclusivement en actions de fonds d'investissement au cours des dix dernières années a mieux réussi que la personne moyenne qui a directement effectué ses achats d'actions ordinaires.

Le dernier point est probablement vrai même si la performance réelle des fonds ne semble pas avoir été meilleure que celle des actions ordinaires dans leur ensemble, et même si le coût d'investissement dans des fonds communs de placement a pu être supérieur à celui des achats directs. Le vrai choix de l'individu moyen n'a pas été entre construire et acquérir un portefeuille d'actions ordinaires bien équilibré ou faire la même chose, un peu plus cher, en achetant dans les fonds. Plus probablement, son choix a été entre succomber aux ruses du vendeur de fonds communs de placement qui sonne à la porte, d'une part, contre succomber au même wilier et aux marchands beaucoup plus dangereux de nouvelles offres de deuxième et troisième taux. Nous ne pouvons pas non plus nous empêcher de penser que l'individu moyen qui ouvre un compte de courtage avec l'idée de faire des investissements en actions ordinaires conservateurs est susceptible de se retrouver assailli par des influences indésirables dans le sens de la

spéculation et des pertes spéculatives; ces tentations devraient être bien moindres pour l'acheteur d'un OPC.

Mais comment les fonds d'investissement se sont-ils comportés par rapport au marché général? C'est un sujet quelque peu controversé, mais nous essaierons de le traiter de manière simple mais adéquate. Le tableau 9-1 donne quelques résultats calculés pour 1961–1970 de nos dix plus grands fonds d'actions à la fin de 1970, mais en choisissant seulement le plus grand de chaque groupe de gestion. Il résume le rendement global de chacun de ces fonds pour 1961–1965, 1966–1970 et pour les années individuelles 1969 et 1970. Nous donnons également des résultats moyens basés sur la somme d'une part de chacun des dix fonds. À la fin de 1969, ces sociétés détenaient un actif combiné de plus de 15 milliards de dollars, soit environ un tiers de tous les fonds d'actions ordinaires. Ils devraient donc être assez représentatifs de l'industrie dans son ensemble. (En théorie, il devrait y avoir un biais dans cette liste du côté des performances supérieures à celles de l'industrie, car ces meilleures entreprises auraient dû avoir droit à une expansion plus rapide que les autres; mais cela peut ne pas être le cas dans la pratique.)

Quelques faits intéressants peuvent être rassemblés à partir de ce tableau. Premièrement, nous constatons que les résultats globaux de ces dix fonds pour 1961–1970 n'étaient pas sensiblement différents de ceux de la moyenne composée de 500 actions Standard & Poor's (ou de la moyenne des actions industrielles S & P 425). Mais ils étaient définitivement meilleurs que ceux du DJIA. (Cela soulève la question intrigante de savoir pourquoi les 30 géants du DJIA ont fait pire que la liste beaucoup plus nombreuse et apparemment plutôt diverse utilisée par Standard & Poor's.)* Un deuxième point est que la performance globale des fonds par rapport à l'indice S & P s'est quelque peu améliorée au cours des cinq dernières années, par rapport aux cinq années précédentes. Le gain des fonds a été un peu inférieur à celui des S&P en 1961–1965 et un peu plus élevé que celui des S&P en 1966–1970. Le troisième point est qu'il existe une grande différence entre les résultats des fonds individuels.

Nous ne pensons pas que l'industrie des fonds communs de placement puisse être critiquée pour ne pas faire mieux que le marché dans son ensemble. Leurs gestionnaires et leurs concurrents professionnels administrent une si grande partie de toutes les actions ordinaires négociables que ce qui arrive au marché dans son ensemble doit nécessairement se produire (approximativement) à la somme de leurs fonds. (Notez que les actifs en fiducie des banques commerciales assurées comprenaient 181 milliards de dollars d'actions ordinaires à la fin de 1969; si nous ajoutons à cela les actions ordinaires dans les comptes gérés par des conseillers en investissement, plus les 56 milliards de dollars de fonds communs de placement et assimilés, nous devons conclure que les décisions combinées de ces professionnels déterminent assez bien les mouvements des moyennes des actions, et que le mouvement des moyennes des stocks détermine assez bien les résultats agrégés des fonds.)

Y a-t-il des fonds meilleurs que la moyenne et l'investisseur peut-il les sélectionner afin d'obtenir des résultats supérieurs pour lui-même? De toute évidence, tous les investisseurs ne pouvaient pas le faire, car dans ce cas, nous serions bientôt de retour là où nous avions commencé, sans que personne ne fasse mieux que quiconque. Examinons d'abord la question de manière simplifiée. Pourquoi l'investisseur ne devrait-il pas découvrir quel fonds a fait la meilleure présentation du lot sur une période d'années suffisantes dans le passé, en supposer que sa gestion est la plus compétente et fera donc mieux que la moyenne à l'avenir, et mettre son argent dans ce fonds? Cette idée apparaît d'autant plus réalisable que, dans le cas des OPC, il a pu obtenir cette «gestion la plus compétente» sans payer de prime spéciale par rapport aux autres OPC. (En revanche, parmi les sociétés sans

investissement, les sociétés les mieux gérées se vendent à des prix élevés par rapport à leurs bénéfices et actifs actuels.)

Les preuves sur ce point ont été contradictoires au fil des ans. Mais notre tableau 9-1 couvrant les dix plus grands fonds indique que les résultats indiqués par les cinq meilleurs interprètes de 1961–1965 ont été reportés dans *l'ensemble* jusqu'en 1966–1970, même si deux de cet ensemble n'ont pas fait aussi bien que deux des cinq autres. Nos études indiquent que l'investisseur en actions de fonds communs de placement peut correctement prendre en compte la performance comparative sur une période d'années dans le passé, disons au moins cinq ans, à *condition que* les données ne représentent pas un grand mouvement à la hausse net du marché dans son ensemble. Dans ce dernier cas, des résultats spectaculairement favorables peuvent être obtenus de manière peu orthodoxe, comme le montrera notre section suivante sur les fonds de «performance». De tels résultats en eux-mêmes peuvent seulement indiquer que les gestionnaires de fonds prennent des risques spéculatifs indus et s'en tirent *pour le moment.*

Fonds «Performance»

L'un des nouveaux phénomènes de ces dernières années a été l'apparition du culte de la «performance» dans la gestion des fonds d'investissement (et même de nombreux fonds fiduciaires). Nous devons commencer cette section avec l'avertissement important qui ne s'applique pas à la grande majorité des fonds bien établis, mais seulement à une section relativement petite de l'industrie qui a attiré une attention disproportionnée. L'histoire est assez simple. Certains responsables ont cherché à obtenir des résultats bien meilleurs que la moyenne (ou DJIA). Ils ont réussi à le faire pendant un certain temps, obtenant une publicité considérable et des fonds supplémentaires à gérer. Le but était suffisamment légitime; malheureusement, il apparaît que, dans le cadre de l'investissement de fonds réellement importants, l'objectif ne peut être atteint sans encourir des risques importants. Et dans un temps relativement court, les risques sont revenus à la maison.

Plusieurs des circonstances entourant le phénomène de la «performance» ont provoqué des secousses inquiétantes de la part de ceux d'entre nous dont l'expérience remontait très loin - même dans les années 1920 - et dont les vues, pour cette raison même, étaient considérées comme démodées et sans rapport avec ce (deuxième) « New Era. »En premier lieu, et sur ce point même, presque tous ces brillants interprètes étaient de jeunes hommes - la trentaine et la quarantaine - dont l'expérience

financière directe se limitait au marché haussier quasi continu de 1948-1968. Deuxièmement, ils ont souvent agi comme si la définition d'un «investissement sûr» était une action susceptible de connaître une bonne hausse du marché au cours des prochains mois. Cela a conduit à des engagements importants dans de nouvelles entreprises à des prix totalement disproportionnés par rapport à leurs actifs ou à leurs bénéfices enregistrés. Ils ne pouvaient être «justifiés» que par une combinaison d'espoir naïf dans les réalisations futures de ces entreprises avec une habileté apparente à exploiter les enthousiasmes spéculatifs d'un public mal informé et avide.

Cette section ne mentionnera pas les noms des personnes. Mais nous avons toutes les raisons de donner des exemples concrets d'entreprises. Le «fonds de performance» qui a le plus retenu l'attention du public est sans aucun doute Manhattan Fund, Inc., organisé fin 1965. Sa première offre était de 27 millions d'actions à 9,25 $ à 10 $ par action. L'entreprise a commencé avec 247 millions de dollars de capital. Il mettait bien entendu l'accent sur les gains en capital. La plupart de ses fonds ont été investis dans des émissions se vendant à des multiplicateurs élevés de bénéfices courants, ne versant aucun dividende (ou très peu), avec un suivi spéculatif important et des mouvements de prix spectaculaires. Le fonds affiche un gain global de 38,6% en 1967, contre 11% pour l'indice composite S & P. Mais par la suite, ses performances laissaient beaucoup à désirer, comme le montre le tableau 9-2.

Le portefeuille du Manhattan Fund à la fin de 1969 était pour le moins peu orthodoxe. C'est un fait extraordinaire que deux de ses investissements les plus importants ont été réalisés dans des sociétés qui ont déposé leur bilan dans les six mois qui ont suivi, et un tiers a fait face à des actions de créanciers en 1971. C'est un autre fait extraordinaire que des actions d'au moins une de ces sociétés condamnées ont été achetées. non seulement par des fonds d'investissement, mais aussi par des fonds de dotation universitaires, les services fiduciaires de grandes institutions bancaires, etc.[*] Un troisième fait extraordinaire est que le fondateur-gérant de Manhattan Fund a vendu ses actions dans une société de gestion organisée séparément à une autre grande entreprise pour plus de 20 millions de dollars en actions; à cette époque, la société de gestion vendue avait moins d'un million de dollars d'actifs. C'est sans aucun doute l'une des plus grandes disparités de tous les temps entre les résultats pour le «manager» et les «managers».

Un livre publié à la fin de 1969 [2 a] fourni des profils de dix-neuf hommes «qui sont au sommet du jeu exigeant de gérer des milliards de dollars de l'argent des autres». Le résumé nous a en outre dit qu '«ils sont jeunes… certains gagnent plus d'un million dollars par an… ils sont une nouvelle race financière… ils ont tous une fascination totale pour le marché… et un talent spectaculaire pour trouver des gagnants. »Une assez bonne idée des

réalisations de ce groupe supérieur peut être obtenue en examinant les publications résultats des fonds qu’ils gèrent. Ces résultats sont disponibles pour les fonds dirigés par douze des dix-neuf personnes décrites dans *The Money Managers.* Assez typiquement, ils se sont bien présentés en 1966, et brillamment en 1967. En 1968, leur performance était toujours bonne dans l'ensemble, mais mitigée quant aux fonds individuels. En 1969, ils ont tous enregistré des pertes, un seul réussissant un peu mieux que l'indice composite S & P. En 1970, leurs performances comparatives étaient encore pires qu'en 1969.

Nous avons présenté cette image afin de pointer une morale, qui peut peut-être mieux être exprimée par le vieux proverbe français: *Plus ça change, plus c'est la même chose.* Des gens brillants et énergiques - généralement assez jeunes - ont promis de faire des miracles avec «l'argent des autres» depuis des temps immémoriaux. Ils ont généralement pu le faire pendant un certain temps - ou du moins semblent l'avoir fait - et ils ont inévitablement causé des pertes à leur public.[*] Il y a environ un demi-siècle, les «miracles» étaient souvent accompagnés de manipulations flagrantes, d'informations trompeuses sur les entreprises, de structures de capitalisation scandaleuses et d'autres pratiques financières semi-frauduleuses. Tout cela a entraîné un système élaboré de contrôles financiers par la SEC, ainsi qu'une attitude prudente à l'égard des actions ordinaires de la part du grand public. Les opérations des nouveaux «gestionnaires de fonds» en 1965-1969 sont venues un peu plus d'une génération complète après les manigances de 1926-1929.[‡] Les malversations spécifiques interdites après le crash de 1929 ne sont plus utilisées - elles impliquent le risque de peines de prison. Mais dans de nombreux coins de Wall Street, ils ont été remplacés par de nouveaux gadgets et gadgets qui ont finalement donné des résultats très similaires. La manipulation pure et simple des prix a disparu, mais il existe de nombreuses autres méthodes pour attirer l'attention du public crédule sur les possibilités de profit dans les questions «brûlantes». Des blocs de «stock de lettres» [3] pourraient être achetés bien en dessous du prix du marché, sous réserve de restrictions non divulguées sur leur vente; ils pouvaient être immédiatement portés dans les rapports à leur pleine valeur marchande, montrant un bénéfice charmant et illusoire. Etc. Il est étonnant de voir comment, dans une atmosphère complètement différente de réglementation et d'interdictions, Wall Street a pu reproduire autant des excès et des erreurs des années 1920.

Il y aura sans aucun doute de nouveaux règlements et de nouvelles interdictions. Les abus spécifiques de la fin des années 1960 seront assez bien bannis de Wall Street. Mais il est probablement trop de s'attendre à ce

que l'envie de spéculer disparaisse un jour ou que l'exploitation de cette envie puisse être supprimée. Cela fait partie de l'armement de l'investisseur intelligent de connaître ces «délires populaires extraordinaires» [4] et de s'en éloigner le plus possible.

L'image de la plupart des fonds de performance est mauvaise si nous commençons *après* leur record spectaculaire en 1967. Avec les chiffres de 1967 inclus, leur performance globale n'est pas du tout désastreuse. Sur cette base, l'un des opérateurs «The Money Managers» a fait un peu mieux que l'indice composite S & P, trois ont fait nettement pire et six ont fait à peu près la même chose. Prenons comme chèque un autre groupe de fonds de performance - les dix qui ont fait la meilleure performance en 1967, avec des gains allant de 84% à 301% cette même année. Parmi ceux-ci, quatre ont donné une meilleure performance globale sur quatre ans que l'indice S & P, si les gains de 1967 sont inclus; et deux ont excellé dans l'indice en 1968-1970. Aucun de ces fonds n'était important et la taille moyenne était d'environ 60 millions de dollars. Ainsi, il y a une forte indication qu'une taille plus petite est un facteur nécessaire pour obtenir des résultats exceptionnels continus.

Le compte rendu ci-dessus contient la conclusion implicite que la recherche de performances supérieures par les gestionnaires de fonds d'investissement peut présenter des risques particuliers. Jusqu'à présent, toute l'expérience financière indique que les grands fonds, bien gérés, ne peuvent au mieux produire que des résultats légèrement supérieurs à la moyenne au fil des ans. S'ils sont mal gérés, ils peuvent produire des bénéfices spectaculaires, mais largement illusoires pendant un certain temps, suivis inévitablement de pertes catastrophiques. Il y a eu des cas de fonds qui ont constamment surpassé les moyennes du marché pendant, disons, dix ans ou plus. Mais ce sont de rares exceptions, ayant la plupart de leurs opérations dans des domaines spécialisés, avec des limites auto-imposées sur le capital employé - et pas activement vendu au public.[*]

Fonds à capital fixe ou à capital variable

Presque tous les OPC ou OPC, qui offrent à leurs détenteurs le droit d'encaisser leurs actions à chaque jour de valorisation du portefeuille, disposent d'un dispositif correspondant de vente d'actions nouvelles. Grâce à cela, la plupart d'entre eux ont grandi au fil des ans. Les sociétés fermées, qui étaient presque toutes organisées depuis longtemps, ont une structure de capital fixe et ont donc diminué en importance relative en dollars. Les sociétés ouvertes sont vendues par des milliers de vendeurs énergiques et persuasifs, les actions fermées n'ont personne spécialement intéressé à les

distribuer. Par conséquent, il a été possible de vendre la plupart des «fonds communs de placement» au public à une prime fixe d'environ 9% au-dessus de la valeur liquidative (pour couvrir les commissions des vendeurs, etc.), tandis que la majorité des actions à capital fixe ont pu être obtenues de façon constante à *moins* que leur valeur d'actif. Cette remise de prix a varié d'une entreprise à l'autre et la remise moyenne pour le groupe dans son ensemble a également varié d'une date à l'autre. Les chiffres sur ce point pour 1961–1970 sont donnés dans le tableau 9-3.

Il ne faut pas beaucoup d'astuce pour soupçonner que la baisse du prix relatif des actions à capital fixe par rapport aux actions à capital variable a très peu à voir avec la différence dans les résultats d'investissement globaux entre les deux groupes. Cette affirmation est attestée par la comparaison des résultats annuels pour 1961–1970 des deux groupes inclus dans le tableau 9-3.

Nous arrivons ainsi à l'une des rares règles clairement évidentes pour les choix des investisseurs. Si vous souhaitez placer de l'argent dans des fonds d'investissement, achetez un groupe d'actions à capital fixe avec une remise de, disons, 10% à 15% de la valeur de l'actif, au lieu de payer une prime d'environ 9% au-dessus de la valeur de l'actif pour les actions d'un société ouverte. En supposant que les dividendes futurs et les variations de la valeur des actifs continuent d'être à peu près les mêmes pour les deux groupes, vous obtiendrez ainsi environ un cinquième de plus pour votre argent grâce aux actions à capital fixe.

Le vendeur de fonds communs de placement sera prompt à contrer l'argument: «Ah, mais si vous possédez des actions à capital fixe, vous ne pouvez jamais être sûr du prix auquel vous pouvez les vendre. La remise peut être supérieure à ce qu'elle est aujourd'hui, et vous souffrirez de la propagation plus large. Avec nos actions, vous avez le droit de remettre vos actions à 100% de la valeur des actifs, jamais moins. »Examinons un peu cet argument; ce sera un bon exercice de logique et de bon sens. Question: En supposant que la décote sur les actions à capital fixe s'élargit, quelle est la probabilité que votre situation soit pire avec un achat par ailleurs équivalent d'actions à capital fixe?

TABLEAU 9-3 Certaines données sur les fonds à capital fixe, les fonds communs de placement et l'indice composé S & P

Cela nécessite un peu d'arithmétique. Supposons que l'investisseur A achète des actions à capital fixe à 109% de la valeur de l'actif et que l'investisseur B achète des actions à capital fixe à 85% de celle-ci, majoré de 1½% de commission. Les deux ensembles d'actions gagnent et paient 30% de cette valeur d'actif en quatre ans, disons, et se retrouvent avec la même valeur qu'au début. L'investisseur A rachète ses actions à 100% de sa valeur, perdant ainsi la prime de 9% qu'il a payée. Son rendement global pour la période est de 30% moins 9%, soit 21% sur la valeur des actifs. Ceci, à son tour, représente 19% de son investissement. Combien l'investisseur B doit-il réaliser sur ses actions à capital fixe pour obtenir le même rendement de son investissement que l'investisseur A? La réponse est 73%, soit une remise de 27% sur la valeur des actifs. En d'autres termes, l'homme fermé pourrait subir un élargissement de 12 points de l'escompte du marché (environ le double) avant que son retour ne revienne à celui de l'investisseur ouvert. Un changement défavorable de cette ampleur s'est produit rarement, voire jamais, dans l'histoire des actions à capital fixe. Par conséquent, il est très peu probable que vous obteniez un rendement global inférieur d'une société fermée (représentative), achetée à rabais, si sa performance d'investissement est à peu près égale à celle d'un fonds commun de placement représentatif. Si un fonds à faible charge (ou sans charge) se substitue à un fonds avec la charge habituelle de «8½%», l'avantage de l'investissement à capital fixe est bien sûr réduit, mais il reste un avantage.

Le fait que quelques fonds à capital fixe se vendent à des *primes* supérieures à la véritable charge de 9% sur la plupart des fonds communs de placement introduit une question distincte pour l'investisseur. Ces entreprises haut de gamme bénéficient-elles d'une gestion supérieure d'une valeur prouvée suffisante pour justifier leurs prix élevés? Si la réponse est recherchée dans les résultats comparatifs des cinq ou dix dernières années, la réponse semble être non. Trois des six sociétés premium ont principalement des investissements étrangers. Une caractéristique frappante de ceux-ci est la grande variation des prix dans quelques années; à la fin de 1970, l'un ne se vendait qu'à un quart de son plus haut, un autre à un tiers, un autre à moins de la moitié. Si nous considérons les trois sociétés nationales vendant au-dessus de la valeur des actifs, nous constatons que la moyenne de leurs rendements globaux sur dix ans était légèrement meilleure que celle de dix fonds d'actualisation, mais l'inverse était vrai au cours des cinq dernières années. Le tableau 9-5 présente une comparaison des résultats de 1961 à 1970 de Lehman Corp. et de General American Investors, deux de nos sociétés fermées les plus anciennes et les plus importantes. L'un d'eux s'est vendu 14% au-dessus et l'autre 7,6% au-dessous de sa valeur liquidative à la fin de 1970. La différence entre le rapport prix / actif net ne semblait pas justifiée par ces chiffres.

Investissement dans des fonds équilibrés

Les 23 fonds équilibrés couverts par le rapport Wiesenberger détenaient entre 25% et 59% de leurs actifs en actions et obligations privilégiées, la moyenne n'étant que de 40%. Le solde était détenu en actions ordinaires. Il semblerait plus logique à l'investisseur type d'effectuer directement ses investissements de type obligataire, plutôt que de les faire faire partie d'un engagement de fonds commun de placement. Le rendement du revenu moyen montré par ces fonds équilibrés en 1970 n'était que de 3,9% par an sur la valeur des actifs, soit 3,6% sur le prix d'offre. Le meilleur choix pour la composante obligataire serait l'achat d'obligations d'épargne des États-Unis, d'obligations de sociétés notées A ou mieux ou d'obligations non imposables pour le portefeuille obligataire de l'investisseur.

Commentaire sur le chapitre 9

L'enseignant demande à Billy Bob: "Si vous avez douze moutons et un saute par-dessus la clôture, combien de moutons vous reste-t-il?"

Billy Bob répond: «Aucun».

"Eh bien," dit l'enseignant, "vous ne connaissez certainement pas votre soustraction."

"Peut-être pas," répond Billy Bob, "mais je connais vraiment mes moutons."

—*Une vieille blague du Texas*

Presque parfait

Création purement américaine, l'OPC a été introduit en 1924 par un ancien vendeur de casseroles et poêles en aluminium nommé Edward G. Leffler. Les fonds communs de placement sont assez bon marché, très pratiques, généralement diversifiés, gérés par des professionnels et strictement réglementés en vertu de certaines des dispositions les plus strictes de la loi fédérale sur les valeurs mobilières. En rendant

l'investissement facile et abordable pour presque n'importe qui, les fonds ont amené quelque 54 millions de familles américaines (et des millions d'autres à travers le monde) dans le courant dominant de l'investissement, probablement la plus grande avancée de la démocratie financière jamais réalisée.

Mais les fonds communs de placement ne sont pas parfaits; ils sont *presque* parfaits, et ce mot fait toute la différence. En raison de leurs imperfections, la plupart des fonds sous-performent le marché, surchargent leurs investisseurs, créent des maux de tête fiscaux et subissent des fluctuations irrégulières de la performance. L'investisseur intelligent doit choisir les fonds avec le plus grand soin afin d'éviter de devenir propriétaire d'un gros gâchis.

Haut de la page

La plupart des investisseurs achètent simplement un fonds qui a augmenté rapidement, en supposant qu'il continuera. Et pourquoi pas? Les psychologues ont montré que les humains ont une tendance innée à croire que le long terme peut être prévu même à partir d'une courte série de résultats. De plus, nous savons par notre propre expérience que certains plombiers sont bien meilleurs que d'autres, que certains joueurs de baseball sont beaucoup plus susceptibles de faire des home runs, que notre restaurant préféré sert une nourriture toujours supérieure et que les enfants intelligents obtiennent toujours de bonnes notes. Les compétences, le cerveau et le travail acharné sont reconnus, récompensés et répétés de façon constante tout autour de nous. Donc, si un fonds bat le marché, notre intuition nous dit de nous attendre à ce qu'il continue de surperformer.

Malheureusement, sur les marchés financiers, la chance est plus importante que la compétence. Si un manager se trouve dans le bon coin du marché au bon moment, il aura l'air brillant - mais trop souvent, ce qui était chaud devient soudainement froid et le QI du manager semble rétrécir de 50 points. La figure 9-1 montre ce qui est arrivé aux fonds les plus chauds de 1999.

C'est encore un autre rappel que le secteur le plus chaud du marché - en 1999, c'était la technologie - devient souvent aussi froid que l'azote liquide, avec une vitesse aveuglante et sans aucun avertissement.[1] Et cela nous rappelle que l'achat de fonds uniquement sur la base de leurs performances passées est l'une des choses les plus stupides qu'un investisseur puisse faire. Les spécialistes de la finance étudient la performance des fonds

communs de placement depuis au moins un demi-siècle et ils sont pratiquement unanimes sur plusieurs points:

- le fonds moyen ne sélectionne pas assez bien les actions pour surmonter ses coûts de recherche et de négociation;
- plus les frais d'un fonds sont élevés, plus ses rendements sont faibles;
- plus un fonds négocie ses actions fréquemment, moins il a tendance à gagner;
- les fonds très volatils, qui rebondissent de plus en plus que la moyenne, devraient rester volatils;
- les fonds dont les rendements passés sont élevés ne devraient pas rester gagnants longtemps.[2]

Vos chances de sélectionner les fonds les plus performants de l'avenir sur la base de leurs retours dans le passé sont à peu près aussi élevées que les chances que Bigfoot et l'abominable bonhomme de neige se présentent toutes les deux dans des chaussons de ballet roses lors de votre prochain cocktail. En d'autres termes, vos chances ne sont pas nulles, mais elles sont assez proches. (Voir l'encadré, p. 255.)

Mais il y a aussi de bonnes nouvelles. Tout d'abord, comprendre pourquoi il est si difficile de trouver un bon fonds vous aidera à devenir un investisseur plus intelligent. Deuxièmement, bien que les performances passées soient un mauvais prédicteur des rendements futurs, il existe d'autres facteurs que vous pouvez utiliser pour augmenter vos chances de trouver un bon fonds. Enfin, un fonds peut offrir une excellente valeur même s'il ne bat pas le marché - en fournissant un moyen économique de diversifier vos avoirs et en libérant votre temps pour toutes les autres choses que vous préférez faire plutôt que de choisir vos propres actions.

Le premier sera le dernier

Pourquoi les fonds gagnants ne restent-ils pas gagnants?

Plus un fonds est performant, plus ses investisseurs rencontrent d'obstacles:

Migration de gestionnaires . Quand un sélecteur de titres semble avoir la touche Midas, tout le monde le veut, y compris les sociétés de fonds rivales. Si vous avez acheté Transamerica Premier Equity Fund pour profiter des compétences de Glen Bickerstaff, qui a gagné 47,5% en 1997, vous n'avez pas eu de chance; TCW l'a arraché au milieu de 1998 pour gérer son fonds TCW Galileo Select Equities, et le fonds Transamerica a été à la traîne du marché au cours de trois des quatre prochaines années. Si vous avez acheté Fidelity Aggressive Growth Fund au début de 2000 pour capitaliser sur les rendements élevés d'Erin Sullivan, qui avait presque triplé l'argent de ses actionnaires depuis 1997, eh bien: elle a quitté pour créer son propre hedge fund en 2000, et son ancien fonds a perdu plus des trois quarts de sa valeur au cours des trois prochaines années.[3]

Éléphantiasis actif. Lorsqu'un fonds génère des rendements élevés, les investisseurs s'en rendent compte - investissant souvent des centaines de millions de dollars en quelques semaines. Cela laisse au gestionnaire de fonds peu de choix, tous mauvais. Il peut garder cet argent en sécurité pendant un jour pluvieux, mais les faibles rendements en espèces réduiront les résultats du fonds si les actions continuent d'augmenter. Il peut mettre de l'argent neuf dans les actions qu'il possède déjà - qui ont probablement augmenté depuis qu'il les a achetées pour la première fois et deviendront dangereusement surévaluées s'il injecte des millions de dollars de plus. Ou il peut acheter de nouveaux titres qu'il n'aimait pas assez pour posséder déjà - mais il devra les rechercher à partir de zéro et garder un œil sur beaucoup plus d'entreprises qu'il n'a l'habitude de suivre.

Enfin, lorsque le Fonds Nimble de 100 millions de dollars place 2% de ses actifs (ou 2 millions de dollars) dans Minnow Corp., une action d'une valeur marchande totale de 500 millions de dollars, il achète moins de la moitié de 1% de Minnow. Mais si les performances à chaud gonflent le Nimble Fund à 10 milliards de dollars, un investissement de 2% de ses actifs totaliserait 200 millions de dollars, soit près de la moitié de la valeur totale de Minnow, un niveau de propriété qui n'est même pas autorisé par la loi fédérale. Si le gestionnaire de portefeuille de Nimble veut toujours détenir de petites actions, il devra répartir son argent sur beaucoup plus d'entreprises - et finira probablement par disperser trop son attention.

Plus de jeu de jambes sophistiqué. Certaines entreprises se spécialisent dans «l'incubation» de leurs fonds - les testent en privé avant de les vendre publiquement. (En règle générale, les seuls actionnaires sont les employés et les sociétés affiliées de la société de fonds elle-même.) En les conservant minuscules, le sponsor peut utiliser ces fonds incubés comme des cobayes pour des stratégies risquées qui fonctionnent mieux avec de petites sommes d'argent, comme l'achat de véritables actions ou négociation rapide des premiers appels publics à l'épargne. Si sa stratégie réussit, le fonds peut attirer massivement les investisseurs publics en faisant connaître ses rendements privés. Dans d'autres cas, le gestionnaire de fonds «renonce» (ou ignore la facturation) des frais de gestion, augmentant le rendement net - puis applique les frais plus tard après que les rendements élevés attirent de nombreux clients. Presque sans exception, les rendements des fonds incubés et exonérés de frais ont disparu dans la médiocrité après que des investisseurs extérieurs y ont versé des millions de dollars.

Augmentation des dépenses. Il en coûte souvent plus cher d'échanger des actions dans de très gros blocs que dans des petits; avec moins d'acheteurs et de vendeurs, il est plus difficile de faire une correspondance. Un fonds avec 100 millions de dollars d'actifs pourrait payer 1% par an en frais de négociation. Mais, si des rendements élevés font grimper le fonds à 10 milliards de dollars, ses transactions pourraient facilement consommer au moins 2% de ces actifs. Le fonds type ne conserve ses actions que pendant 11 mois à la fois, de sorte que les coûts de transaction rongent les rendements comme un acide corrosif. Pendant ce temps, les autres coûts de fonctionnement d'un fonds diminuent rarement - et parfois même augmentent - à mesure que les actifs augmentent. Avec des dépenses d'exploitation de 1,5% en moyenne et des frais de négociation à environ 2%, le fonds type doit battre le marché de 3,5 points de pourcentage par an avant les coûts, juste pour égaler les coûts!

Comportement ovin. Enfin, une fois qu'un fonds réussit, ses gestionnaires ont tendance à devenir timides et imitatifs. À mesure qu'un fonds se développe, ses honoraires deviennent plus lucratifs, ce qui rend ses gestionnaires réticents à secouer le bateau. Les risques mêmes que les gérants prenaient pour générer leurs rendements initiaux élevés pourraient désormais éloigner les investisseurs et mettre en péril tous ces gros revenus de commissions. Ainsi, les plus gros fonds ressemblent à un troupeau de moutons identiques et suralimentés, tous se déplaçant lentement, tout en disant «baaaa» en même temps. Presque tous les fonds de croissance possèdent Cisco et GE et Microsoft et Pfizer et Wal-Mart - et dans des proportions presque identiques. Ce comportement est si répandu que les spécialistes de la finance l'appellent simplement l'élevage.[4] Mais en protégeant leurs propres revenus de commissions, les gestionnaires de fonds compromettent leur capacité à produire des rendements supérieurs pour leurs investisseurs externes.

FIGURE 9-2 L'entonnoir de la performance des fonds

Avec le recul du 31 décembre 2002, combien de fonds d'actions américaines ont surclassé le Vanguard 500 Index Fund?

Un an:
1 186 sur 2 423 fonds (soit 48,9%)

Trois ans:
1 157 sur 1 944 fonds (soit 59,5%)

Cinq ans:
768 des 1 494 fonds (soit 51,4%)

Dix ans:
227 des 728 fonds (soit 31,2%)

Quinze ans:
125 des 445 fonds (soit 28,1%)

Vingt ans:
37 des 248 fonds (soit 14,9%)

Source: Lipper Inc.

En raison de leurs coûts élevés et de leur mauvais comportement, la plupart des fonds ne gagnent pas leur subsistance. Pas étonnant que les

rendements élevés soient presque aussi périssables que les poissons non réfrigérés. De plus, avec le temps, la traînée de leurs dépenses excessives laisse la plupart des fonds de plus en plus loin, comme le montre la figure 9.2.[5]

Que doit donc faire l'investisseur intelligent?

Tout d'abord, reconnaissez qu'un fonds indiciel - qui détient toutes les actions du marché, tout le temps, sans prétendre pouvoir sélectionner le «meilleur» et éviter le «pire» - battra la plupart des fonds à long terme . (Si votre entreprise n'offre pas de fonds indiciel à faible coût dans votre 401 (k), organisez vos collègues et pétition pour en ajouter un.) Ses frais généraux les plus bas — des frais d'exploitation de 0,2% par an et des coûts de transaction annuels de 0,1% seulement - confère au fonds indiciel un avantage insurmontable. Si les actions génèrent, par exemple, un rendement annualisé de 7% au cours des 20 prochaines années, un fonds indiciel à faible coût comme Vanguard Total Stock Market rapportera un peu moins de 6,7%. (Cela transformerait un investissement de 10 000 $ en plus de 36 000 $.) Mais le fonds d'actions moyen, avec ses 1,5% de dépenses d'exploitation et environ 2% de frais de négociation, aura la chance de gagner 3,5% par an. (Cela transformerait 10 000 $ en un peu moins de 20 000 $, soit *près de 50% de moins* que le résultat du fonds indiciel.)

Les fonds indiciels n'ont qu'un seul défaut important: ils sont ennuyeux. Vous ne pourrez jamais aller à un barbecue et vous vanter de la façon dont vous possédez le fonds le plus performant du pays. Vous ne pourrez jamais vous vanter d'avoir battu le marché, car le travail d'un fonds indiciel consiste à égaler le rendement du marché, à ne pas le dépasser. Votre gestionnaire de fonds indiciel n'est pas susceptible de «lancer les dés» et de parier que la prochaine grande industrie sera la téléportation, ou les sites Web à gratter, ni les cliniques télépathiques de perte de poids; le fonds détiendra toujours chaque action, et pas seulement la meilleure estimation d'un gestionnaire quant à la prochaine nouveauté. Mais, au fil des années, l'avantage de l'indexation en termes de coûts continuera de s'accumuler sans relâche. Détenez un fonds indiciel pendant 20 ans ou plus, en ajoutant de l'argent chaque mois, et vous êtes presque certain de surpasser la grande majorité des investisseurs professionnels et individuels. Tard dans sa vie, Graham a fait l'éloge des fonds indiciels comme le meilleur choix pour les investisseurs individuels, tout comme Warren Buffett.[6]

Incliner les tables

Lorsque vous additionnez tous leurs handicaps, la merveille n'est pas que si peu de fonds battent l'indice, mais que tout le monde le fasse. Et pourtant, certains le font. Quelles qualités ont-ils en commun?

Leurs dirigeants sont les plus gros actionnaires. Le conflit d'intérêts entre ce qui est le mieux pour les gestionnaires du fonds et ce qui est le mieux pour ses investisseurs est atténué lorsque les gestionnaires sont parmi les plus grands propriétaires des actions du fonds. Certaines entreprises, comme Longleaf Partners, interdisent même à leurs employés de posséder autre chose que leurs propres fonds. Chez Longleaf et d'autres sociétés comme Davis et FPA, les gestionnaires détiennent tellement de fonds qu'ils sont susceptibles de gérer votre argent comme si c'était le leur - ce qui réduit les chances de faire grimper les frais, de laisser les fonds gonfler à la taille gargantuesque ou vous assommer avec une mauvaise facture fiscale. Une circulaire de sollicitation de procurations et une déclaration d'informations supplémentaires d'un fonds, toutes deux disponibles auprès de la Securities and Exchange Commission via la base de données EDGAR à l'adresse www.sec.gov, indiquent si les gestionnaires détiennent au moins 1% des actions du fonds.

Ils ne coûtent pas cher. L'un des mythes les plus courants dans le secteur des fonds est que «vous en avez pour votre argent» - que des rendements élevés sont la meilleure justification pour des frais plus élevés. Il y a deux problèmes avec cet argument. Premièrement, ce n'est pas vrai; des décennies de recherche ont prouvé que les fonds avec des frais plus élevés produisent *des* rendements *inférieurs au* fil du temps. Deuxièmement, les rendements élevés sont temporaires, tandis que les frais élevés sont presque aussi permanents que le granit. Si vous achetez un fonds pour ses rendements élevés, vous risquez de vous retrouver avec une poignée de cendres froides, mais vos coûts de propriété du fonds sont presque certains de *ne* pas diminuer lorsque ses rendements le feront.

Ils osent être différents. Lorsque Peter Lynch dirigeait Fidelity Magellan, il a acheté tout ce qui lui semblait bon marché, peu importe ce que possédaient les autres gestionnaires de fonds. En 1982, son plus gros investissement était les bons du Trésor; tout de suite après, il a fait de Chrysler sa première position, même si la plupart des experts s'attendaient à ce que le constructeur automobile fasse faillite; puis, en 1986, Lynch a placé près de 20% de Fidelity Magellan dans des actions étrangères comme Honda, Norsk Hydro et Volvo. Donc, avant d'acheter un fonds d'actions américaines, comparez les avoirs répertoriés dans son dernier rapport avec la liste de l'indice S & P 500; s'ils ressemblent à Tweedledee et Tweedledum, magasinez pour un autre fonds.[sept]

Ils ont fermé la porte. Les meilleurs fonds sont souvent proches de nouveaux investisseurs, ne permettant à leurs actionnaires existants d’acheter plus. Cela met un terme à la frénésie alimentaire des nouveaux acheteurs qui souhaitent s'entasser au sommet et protège le fonds des douleurs de l'éléphantiasis des actifs. C'est aussi un signal que les gestionnaires de fonds ne mettent pas leur propre portefeuille avant le vôtre. Mais la clôture devrait avoir lieu avant - et non après - la taille du fonds explose. Certaines entreprises ayant un dossier exemplaire de fermeture de leurs propres portes sont Longleaf, Numeric, Oakmark, T. Rowe Price, Vanguard et Wasatch.

Ils ne font pas de publicité. Tout comme Platon dit dans *The Republic* que les dirigeants idéaux sont ceux qui ne veulent pas gouverner, les meilleurs gestionnaires de fonds se comportent souvent comme s'ils ne voulaient pas votre argent. Ils n'apparaissent pas constamment à la télévision financière ou ne diffusent pas d'annonces vantant leur rendement n ° 1. Le petit fonds stable Mairs & Power Growth Fund n'avait même pas de site Web avant 2001 et ne vend toujours ses actions que dans 24 États. Le Fonds Torray n'a jamais diffusé d'annonces commerciales depuis son lancement en 1990.

Que faut-il surveiller de plus? La plupart des acheteurs de fonds examinent d'abord les performances passées, puis la réputation du gestionnaire, puis le caractère risqué du fonds et enfin (si jamais) les dépenses du fonds.[8]

L'investisseur intelligent regarde ces mêmes choses, mais dans l'ordre inverse.

Étant donné que les frais d'un fonds sont beaucoup plus prévisibles que son risque ou son rendement futur, vous devriez en faire votre premier filtre. Il n'y a jamais de bonne raison de payer plus que ces niveaux de dépenses d'exploitation annuelles, par catégorie de fonds:

- Obligations imposables et municipales: 0,75%
- Actions américaines (actions grandes et moyennes): 1,0%
- Obligations à haut rendement (indésirables): 1,0%
- Actions américaines (petites actions): 1,25%
- Actions étrangères: 1,50% [9]

Ensuite, évaluez le risque. Dans son prospectus (ou guide de l'acheteur), chaque fonds doit afficher un graphique à barres affichant sa pire perte sur un trimestre civil. Si vous ne supportez pas de perdre au moins autant d'argent en trois mois, allez ailleurs. Il convient également de vérifier la notation Morningstar d'un fonds. Une firme de recherche en placement de premier plan, Morningstar attribue des «notations en étoiles» aux fonds, en fonction du risque qu'ils ont pris pour gagner leur rendement (une étoile est la pire, cinq est la meilleure). Mais, tout comme les performances passées elles-mêmes, ces notes remontent dans le temps; ils vous disent quels fonds étaient les meilleurs, pas ceux qui vont l'être. Les fonds cinq étoiles ont en effet une habitude déconcertante de continuer à sous-performer les fonds une étoile. Alors, commencez par trouver un fonds low-cost dont les gérants sont des actionnaires majeurs, osez être différent, ne hypez pas leurs rendements et ont montré une volonté de fermer avant de devenir trop gros pour leurs britanniques. Ensuite, et alors seulement, consultez leur cote Morningstar.[dix]

Enfin, regardez les performances passées, en vous rappelant que ce n'est qu'un pâle prédicteur des rendements futurs. Comme nous l'avons déjà vu, les gagnants d'hier deviennent souvent les perdants de demain. Mais les chercheurs ont montré qu'une chose est presque certaine: les perdants d'hier ne deviendront presque jamais les gagnants de demain. Évitez donc les fonds dont les rendements passés sont constamment médiocres, surtout s'ils ont des dépenses annuelles supérieures à la moyenne.

Le monde fermé des fonds à capital fixe

Les fonds d'actions à capital fixe, bien que populaires dans les années 80, se sont lentement atrophiés. Aujourd'hui, il n'y a que 30 fonds d'actions nationales diversifiés, dont beaucoup sont minuscules, ne négocient que quelques centaines d'actions par jour, avec des dépenses élevées et des stratégies étranges (comme Morgan Fun-Shares, qui se spécialise dans les stocks d'industries «créatrices d'habitudes»). comme l'alcool, les casinos et les cigarettes). Les recherches de l'expert en fonds fermés Donald Cassidy de Lipper Inc. renforcent les observations précédentes de Graham: les fonds d'actions diversifiés à capital fixe se négocient à escompte non seulement ont tendance à surpasser ceux qui se négocient à prime mais sont susceptibles d'avoir un meilleur rendement que le OPC moyen à capital variable. Malheureusement, cependant, les fonds boursiers diversifiés à capital fixe ne sont pas toujours disponibles à prix réduit dans ce qui est devenu un marché poussiéreux et en déclin.[11]

Mais il existe des centaines de fonds obligataires à capital fixe, avec des choix particulièrement solides disponibles dans le domaine des obligations municipales. Lorsque ces fonds se négocient à escompte, leur rendement est amplifié et ils peuvent être attractifs, tant que leurs dépenses annuelles sont inférieures aux seuils énumérés ci-dessus.[12]

La nouvelle race de fonds indiciels cotés en bourse peut également être explorée. Ces «ETF» à bas prix offrent parfois le seul moyen par lequel un investisseur peut accéder à un marché étroit comme, par exemple, des sociétés basées en Belgique ou des actions dans l'industrie des semi-conducteurs. D'autres FNB indiciels offrent une exposition au marché beaucoup plus large. Cependant, ils ne conviennent généralement pas aux investisseurs qui souhaitent ajouter de l'argent régulièrement, car la plupart des courtiers factureront une commission distincte sur chaque nouvel investissement que vous effectuez.[13]

Sachez quand les plier

Une fois que vous possédez un fonds, comment savoir quand il est temps de vendre? Le conseil standard est d'abandonner un fonds s'il sous-performant le marché (ou des portefeuilles similaires) pour un - ou est-ce deux? - ou est-ce trois? - des années de suite. Mais ce conseil n'a aucun sens. De sa naissance en 1970 à 1999, le Sequoia Fund a sous-performé l'indice S & P 500 au cours de 12 de ses 29 ans, soit plus de 41% du temps. Pourtant, Sequoia a gagné plus de 12 500% sur cette période, contre 4 900% pour l'indice.[14]

La performance de la plupart des fonds faiblit simplement parce que le type de titres qu'ils préfèrent est temporairement hors de service. Si vous avez engagé un manager pour investir d'une manière particulière, pourquoi le congédier pour avoir fait ce qu'il avait promis? En vendant lorsqu'un style d'investissement n'est plus à la mode, non seulement vous bloquez une perte, mais vous vous bloquez de la reprise, mais inévitable. Une étude a montré que les investisseurs dans les fonds communs de placement ont sous-performé leurs fonds propres de 4,7 points de pourcentage par an de 1998 à 2001, simplement en achetant haut et en vendant bas.[15]

Alors, quand devriez-vous vendre? Voici quelques drapeaux rouges définis:

- **un changement de stratégie brutal et inattendu,** comme un fonds «value» qui se charge des stocks technologiques en 1999 ou un fonds «croissance» qui achète des tonnes de titres d'assurance en 2002;

- **une augmentation des dépenses,** suggérant que les gestionnaires se remplissent de leurs propres poches;
- **factures fiscales importantes et fréquentes** générées par un commerce excessif;
- **des rendements soudainement irréguliers,** comme lorsqu'un fonds anciennement conservateur génère une grosse perte (voire produit un gain géant).

POURQUOI NOUS AIMONS NOS CONSEILS OUIJA

Croire - ou même simplement espérer - que nous pouvons choisir les meilleurs fonds de l'avenir nous fait nous sentir mieux. Cela nous donne la sensation agréable que nous sommes en charge de notre propre destin d'investissement. Ce sentiment de «je contrôle ici» fait partie de la condition humaine; c'est ce que les psychologues appellent la confiance excessive. Voici quelques exemples de son fonctionnement:

- En 1999, *Money* Magazine a demandé à plus de 500 personnes si leurs portefeuilles avaient battu le marché. Un sur quatre a dit oui. Lorsqu'on leur a demandé de préciser leurs rendements, 80% de ces investisseurs ont déclaré des gains *inférieurs à* ceux du marché. (Quatre pour cent ne savaient pas à quel point leurs portefeuilles avaient augmenté, mais étaient sûrs qu'ils avaient quand même battu le marché!)
- Une étude suédoise a demandé aux conducteurs qui avaient été victimes de graves accidents de voiture d'évaluer leurs propres compétences au volant. Ces personnes - dont certaines que la police avait jugées responsables des accidents et d'autres qui avaient été si gravement blessées qu'elles ont répondu à l'enquête depuis leur lit d'hôpital - ont insisté sur le fait qu'elles étaient des conductrices meilleures que la moyenne.
- Dans un sondage réalisé fin 2000, *Time* et CNN ont demandé à plus de 1 000 électeurs probables s'ils pensaient appartenir au 1% de la population en termes de revenus. Dix-neuf pour cent se sont classés parmi le 1% des Américains les plus riches.
- À la fin de 1997, une enquête auprès de 750 investisseurs a révélé que 74% pensaient que leurs fonds communs de placement «battraient systématiquement le Standard & Poor's 500 chaque année» - même si la plupart des fonds ne parviennent pas à battre le

S & P 500 à long terme et de nombreux échouent à le battre au cours d' *une* année.[1]

Bien que ce type d'optimisme soit un signe normal d'une psyché saine, cela ne fait pas une bonne politique d'investissement. Il est logique de croire que vous ne pouvez prédire quelque chose que s'il *est* réellement prévisible. À moins que vous ne soyez réaliste, votre quête d'estime de soi se terminera par l'auto-défaite.

Comme l'explique le consultant en investissement Charles Ellis, "Si vous n'êtes pas prêt à rester marié, vous ne devriez pas *vous* marier."[16] L' investissement dans un fonds n'est pas différent. Si vous n'êtes pas prêt à rester avec un fonds pendant au moins trois années maigres, vous ne devriez pas l'acheter en premier lieu. La patience est l'allié le plus puissant de l'investisseur du fonds.

Chapitre 10
L'investisseur et ses conseillers

L' investissement d'argent dans des titres est unique parmi les opérations commerciales dans la mesure où il est presque toujours basé dans une certaine mesure sur les conseils reçus des autres. La grande majorité des investisseurs sont des amateurs. Naturellement, ils estiment qu'en choisissant leurs titres, ils peuvent bénéficier de conseils professionnels. Pourtant, il existe des particularités inhérentes au concept même de conseil en investissement.

Si les gens investissent pour gagner de l'argent, alors en cherchant des conseils, ils demandent aux autres de leur dire comment gagner de l'argent. Cette idée a un élément de naïveté. Les hommes d'affaires recherchent des conseils professionnels sur divers éléments de leur entreprise, mais ils ne s'attendent pas à ce qu'on leur dise comment réaliser un profit. C'est leur propre bailliage. Lorsqu'ils, ou des gens non commerciaux, comptent sur les autres pour réaliser *des bénéfices d'investissement* pour eux, ils s'attendent à une sorte de résultat pour lequel

il n'y a pas de véritable contrepartie dans les affaires commerciales ordinaires.

Si nous supposons qu'il y a un *revenu* normal ou standard à obtenir en investissant de l'argent dans des titres, alors le rôle du conseiller peut être plus facilement établi. Il utilisera sa formation et son expérience supérieures pour protéger ses clients contre les erreurs et pour s'assurer qu'ils obtiennent les résultats auxquels leur argent a droit. C'est lorsque l'investisseur exige plus qu'un retour moyen sur son argent, ou lorsque son conseiller s'engage à faire mieux pour lui, se pose la question de savoir si l'on demande ou promet plus que ce qui est susceptible d'être livré.

Des conseils sur les investissements peuvent être obtenus auprès de diverses sources. Il s'agit notamment: (1) d'un parent ou d'un ami, vraisemblablement bien informé en valeurs mobilières; (2) un banquier local (commercial); (3) une société de courtage ou une banque d'investissement; (4) un service financier ou périodique; et (5) un conseiller en placement.* Le caractère divers de cette liste suggère qu'aucune approche logique ou systématique en la matière ne s'est encore cristallisée dans l'esprit des investisseurs.

Certaines considérations de bon sens se rapportent au critère des résultats normaux ou standard mentionné ci-dessus. Notre thèse de base est la suivante: si l'investisseur doit s'appuyer principalement sur les conseils des autres pour gérer ses fonds, alors soit il doit se limiter, ainsi que ses conseillers, strictement à des formes d'investissement standard, conservatrices et même sans imagination, ou il doit avoir un connaissance inhabituellement intime et favorable de la personne qui va diriger ses fonds vers d'autres canaux. Mais si la relation commerciale ou professionnelle ordinaire existe entre l'investisseur et ses conseillers, il ne peut être réceptif à *des* suggestions *moins conventionnelles* que dans la mesure où il a lui-même acquis des connaissances et de l'expérience et est donc devenu compétent pour porter un jugement indépendant sur les recommandations de autres. Il est ensuite passé de la catégorie d'investisseur défensif ou non entreprenant à celui d'investisseur agressif ou entreprenant.

Conseil en investissement et services fiduciaires des banques

Les conseillers en placement véritablement professionnels - c'est-à-dire les cabinets de conseil en placement bien établis, qui facturent des frais annuels substantiels - sont assez modestes dans leurs promesses et leurs prétentions. Dans la plupart des cas, ils placent les fonds de leurs clients dans des titres normalisés versant des intérêts et des dividendes, et ils comptent principalement sur une expérience d'investissement normale

pour leurs résultats globaux. Dans le cas typique, il est douteux que plus de 10% du fonds total soit jamais investi dans des titres autres que ceux de grandes sociétés, plus des obligations d'État (y compris des émissions d'État et municipales); ils ne font pas non plus d'efforts sérieux pour profiter des fluctuations du marché général.

Les principales sociétés de conseil en investissement ne prétendent pas être brillantes; ils sont fiers d'être prudents, conservateurs et compétents. Leur objectif principal est de conserver la valeur principale au fil des ans et de produire un taux de revenu conservativement acceptable. Toute réalisation au-delà de cela - et ils s'efforcent d'améliorer le but - qu'ils considèrent dans la nature du service supplémentaire rendu. Peut-être que leur principale valeur pour leurs clients réside dans leur protection contre les erreurs coûteuses. Ils offrent autant que l'investisseur défensif a le droit d'attendre de tout conseiller au service du grand public.

Ce que nous avons dit au sujet des cabinets de conseil en placement bien établis s'applique généralement aux services de fiducie et de conseil des grandes banques.*

Services financiers

Les services dits financiers sont des organisations qui envoient des bulletins uniformes (parfois sous forme de télégrammes) à leurs abonnés. Les sujets traités peuvent comprendre l'état et les perspectives des affaires, le comportement et les perspectives des marchés des valeurs mobilières, ainsi que des informations et des conseils concernant des questions individuelles. Il y a souvent un «service d'enquête» qui répondra aux quêtes affectant un abonné individuel. Le coût du service est en moyenne bien inférieur aux honoraires que les conseillers en placement facturent à leurs clients individuels. Certaines organisations, notamment Babson's et Standard & Poor's, opèrent à des niveaux différents en tant que service financier et conseil en investissement. (Soit dit en passant, d'autres organisations, telles que Scudder, Stevens & Clark, opèrent séparément en tant que conseillers en investissement et en tant qu'un ou plusieurs fonds d'investissement.)

Les services financiers s'adressent, dans l'ensemble, à un segment du public très différent de celui des sociétés de conseil en investissement. Les clients de ces derniers souhaitent généralement être soulagés de la peine et de la nécessité de prendre des décisions. Les services financiers offrent des informations et des conseils à ceux qui dirigent leurs propres affaires financières ou conseillent eux-mêmes les autres. Beaucoup de ces services

se limitent exclusivement, ou presque, à prévoir les mouvements du marché par diverses méthodes «techniques». Nous les rejetterons en faisant remarquer que leur travail ne concerne pas les «investisseurs» car le terme est utilisé dans ce livre.

D'un autre côté, certains des plus connus, tels que Moody's Investment Service et Standard & Poor's, sont identifiés auprès d'organismes statistiques qui compilent les données statistiques volumineuses qui constituent la base de toute analyse sérieuse de la sécurité. Ces services ont une clientèle variée, allant de l'investisseur le plus conservateur au spéculateur le plus exigeant. En conséquence, ils doivent avoir du mal à adhérer à une philosophie claire ou fondamentale pour arriver à leurs opinions et recommandations.

Un service ancien du type de Moody's et des autres doit évidemment fournir quelque chose de valable à une large catégorie d'investisseurs. Qu'Est-ce que c'est? Fondamentalement, ils se penchent sur les questions qui intéressent l'investisseur-spéculateur actif moyen, et leurs points de vue sur ces points exigent une certaine autorité ou au moins semblent plus fiables que ceux du client non aidé.

Depuis des années, les services financiers font des prévisions boursières sans que personne ne prenne cette activité très au sérieux. Comme tout le monde sur le terrain, ils ont parfois raison et parfois tort. Dans la mesure du possible, ils cachent leurs opinions afin d'éviter le risque de se tromper complètement. (Il existe un art bien développé du phrasé Delphique qui s'adapte avec succès à tout ce que l'avenir nous réserve.) À notre avis - peut-être un préjugé - ce segment de leur travail n'a aucune signification réelle, sauf pour la lumière qu'il jette sur la nature humaine dans les marchés des valeurs mobilières. Presque tous ceux qui s'intéressent aux actions ordinaires veulent que quelqu'un d'autre leur dise ce qu'il pense que le marché va faire. La demande étant là, elle doit être approvisionnée.

Bien entendu, leurs interprétations et prévisions des conditions commerciales sont beaucoup plus autoritaires et informatives. Ce sont des éléments importants du grand ensemble d'intelligence économique qui est continuellement réparti entre les acheteurs et les vendeurs de titres et tend à créer des prix assez rationnels pour les actions et les obligations dans la plupart des circonstances. Sans aucun doute, le matériel publié par les services financiers ajoute à la banque d'informations disponibles et renforce le jugement d'investissement de leurs clients.

Il est difficile d'évaluer leurs recommandations de titres individuels. Chaque service a le droit d'être jugé séparément, et le verdict ne pourrait à juste titre se fonder que sur une étude élaborée et inclusive couvrant de nombreuses années. Dans notre propre expérience, nous avons noté parmi eux une attitude omniprésente qui, selon nous, tend à entraver ce qui pourrait autrement être un travail de conseil plus utile. C'est leur opinion générale qu'un stock doit être acheté si les perspectives à court terme de l'entreprise sont favorables et doit être vendu si elles sont défavorables, *quel que soit le prix actuel.* Un tel principe superficiel empêche souvent les services de faire le bon travail analytique dont leur personnel est capable, à savoir déterminer si un stock donné apparaît surévalué ou sous-évalué au prix actuel à la lumière de sa capacité de gain future indiquée à long terme .

L'investisseur intelligent ne fera pas ses achats et ses ventes uniquement sur la base des recommandations reçues d'un service financier. Une fois ce point établi, le rôle du service financier devient alors celui de fournir des informations et des suggestions.

Conseils des maisons de courtage

Le plus grand volume d'informations et de conseils destinés au public détenteur de titres provient probablement des agents de change. Ce sont des membres de la Bourse de New York et d'autres bourses qui exécutent des ordres d'achat et de vente pour une commission standard. Presque toutes les maisons qui traitent avec le public disposent d'un service «statistique» ou analytique, qui répond aux demandes et formule des recommandations. Une grande partie de la littérature analytique, dont certaines sont élaborées et coûteuses, est distribuée gratuitement aux clients des entreprises - plus impressionnants appelés clients.

Beaucoup est en jeu dans la question apparemment innocente de savoir si «clients» ou «clients» est le nom le plus approprié. Une entreprise a des clients; une personne ou une organisation professionnelle a des clients. La fraternité de courtage de Wall Street a probablement les normes éthiques les plus élevées de toute *entreprise,* mais elle continue de se frayer un chemin vers les normes et le statut d'une véritable profession.*

Dans le passé, Wall Street a prospéré principalement grâce à la spéculation, et les spéculateurs boursiers en tant que classe étaient presque certains de perdre de l'argent. Par conséquent, il a été logiquement impossible pour les maisons de courtage de fonctionner de manière parfaitement professionnelle. Pour ce faire, il leur aurait fallu orienter leurs efforts vers la réduction plutôt que l'augmentation de leur activité.

Le plus loin que certaines maisons de courtage sont allées dans cette direction - et on pouvait s'attendre à ce qu'elles aillent - est de s'abstenir d'inciter ou d'encourager quiconque à spéculer. Ces maisons se sont limitées à exécuter les ordres qui leur ont été donnés, à fournir des informations et des analyses financières et à émettre des avis sur le bien-fondé des investissements en valeurs mobilières. Ainsi, en théorie du moins, ils sont exempts de toute responsabilité ni pour les profits ni pour les pertes de leurs clients spéculatifs.‡

La plupart des maisons de bourse, cependant, adhèrent toujours aux slogans d'autrefois selon lesquels elles sont en affaires pour faire des commissions et que le moyen de réussir en affaires est de donner aux clients ce qu'ils veulent. Étant donné que les clients les plus rentables veulent des conseils et des suggestions spéculatives, la réflexion et les activités de l'entreprise type sont assez étroitement axées sur les échanges quotidiens sur le marché. Ainsi, il s'efforce d'aider ses clients à gagner de l'argent dans un domaine où ils sont condamnés presque par la loi mathématique à perdre au final.‡ Nous entendons par là que la partie spéculative de leurs opérations ne peut être rentable à long terme pour la plupart des clients des maisons de courtage. Mais dans la mesure où leurs opérations ressemblent à de véritables investissements, elles peuvent générer des gains d'investissement qui compensent largement les pertes spéculatives.

L'investisseur obtient des conseils et des informations auprès des maisons de bourse par le biais de deux types d'employés, désormais appelés officiellement «courtiers clients» (ou «chargés de compte») et analystes financiers.

Le courtier du client, également appelé «représentant inscrit», portait autrefois le titre moins digne de «l'homme du client». Aujourd'hui, il est pour la plupart un individu de bonne moralité et une connaissance considérable des valeurs mobilières, qui opère sous un code de droit rigide conduite. Néanmoins, étant donné que son activité consiste à gagner des commissions, il ne peut guère éviter d'être axé sur la spéculation. Ainsi, l'acheteur de titres qui veut éviter d'être influencé par des considérations spéculatives devra normalement être prudent et explicite dans ses relations avec le courtier de son client; il devra montrer clairement, par ses paroles et ses actes, qu'il ne s'intéresse pas à quelque chose qui ressemble vaguement à une «astuce» boursière. Une fois que le courtier du client comprend clairement qu'il a un véritable investisseur entre ses mains, il respectera ce point. de vue et de coopérer avec elle.

L'analyste financier, anciennement connu principalement comme analyste de la sécurité, est une personne particulièrement préoccupante pour l'auteur, qui en est lui-même depuis plus de cinq décennies et a aidé à éduquer d'innombrables autres. À ce stade, nous nous référons uniquement aux analystes financiers employés par les maisons de courtage. La fonction de l'analyste de sécurité est assez claire d'après son titre. C'est lui qui élabore les études détaillées des titres individuels, élabore des comparaisons soigneuses de diverses émissions dans le même domaine et forme une opinion d'expert sur la sécurité ou l'attractivité ou la valeur intrinsèque de tous les types d'actions et d'obligations.

D'après ce qui doit sembler bizarre à l'étranger, il n'y a aucune exigence formelle pour être un analyste de la sécurité. Cela contraste avec le fait que le courtier d'un client doit passer un examen, répondre aux tests de caractère requis et être dûment accepté et enregistré par la Bourse de New York. En pratique, presque tous les jeunes analystes ont suivi une formation approfondie en école de commerce et les anciens ont acquis au moins l'équivalent dans l'école de longue expérience. Dans la grande majorité des cas, on peut compter sur la maison de courtage employeuse pour s'assurer des qualifications et des compétences de ses analystes.*

Le client de la firme de courtage peut traiter directement avec les analystes en sécurité, ou son contact peut être indirect via le courtier du client. Dans les deux cas, l'analyste est à la disposition du client pour une quantité considérable d'informations et de conseils. Faisons ici une déclaration catégorique. La valeur de l'analyste de sécurité pour l'investisseur dépend en grande partie de l'attitude propre de l'investisseur. Si l'investisseur pose à l'analyste les bonnes questions, il est susceptible d'obtenir les bonnes réponses - ou du moins de valeur. Les analystes engagés par les maisons de courtage, nous en sommes convaincus, sont fortement handicapés par le sentiment général qu'ils sont censés être également des analystes de marché. Lorsqu'on leur demande si un stock commun donné est «sain», la question signifie souvent: «Ce stock est-il susceptible de progresser au cours des prochains mois?» En conséquence, beaucoup d'entre eux sont obligés d'analyser d'un œil sur le ticker du stock —Une posture non propice à une réflexion saine ou à des conclusions valables.*

Dans la prochaine section de ce livre, nous traiterons de certains concepts et réalisations possibles de l'analyse de sécurité. Un grand nombre d'analystes travaillant pour des sociétés de bourse pourraient être d'une aide précieuse pour l'investisseur de bonne foi qui veut être sûr d'obtenir le meilleur rapport qualité-prix, et peut-être un peu plus. Comme dans le cas

des courtiers clients, il faut au départ une compréhension claire par l'analyste de l'attitude et des objectifs de l'investisseur. Une fois que l'analyste est convaincu qu'il a affaire à un homme soucieux des valeurs plutôt que des citations, il y a de fortes chances que ses recommandations se révèlent d'un réel avantage global.

Le certificat CFA pour les analystes financiers

Une étape importante a été franchie en 1963 pour donner un statut professionnel et une responsabilité aux analystes financiers. Le titre officiel d'analyste financier agréé (CFA) est désormais décerné aux praticiens expérimentés qui réussissent les examens requis et satisfont à d'autres tests d'aptitude. [1]Les sujets traités comprennent l'analyse de la sécurité et la gestion de portefeuilles. L'analogie avec le titre professionnel établi de longue date de comptable public agréé (CPA) est évidente et intentionnelle. Cet appareil relativement nouveau de reconnaissance et de contrôle devrait servir à élever les normes des analystes financiers et, à terme, à placer leur travail sur une base vraiment professionnelle.[‡]

Relations avec les maisons de courtage

L'une des évolutions les plus inquiétantes de la période au cours de laquelle nous écrivons cette révision a été l'embarras financier - en clair, la faillite ou la quasi-faillite - de nombreuses sociétés de la Bourse de New York, dont au moins deux de taille considérable.[*] C'est la première fois en un demi-siècle ou plus qu'une telle chose se produit, et elle est surprenante pour plus d'une raison. Depuis de nombreuses décennies, la Bourse de New York s'oriente vers des contrôles plus étroits et plus stricts des opérations et de la situation financière de ses membres, y compris des exigences de capital minimum, des audits surprise, etc. En plus de cela, nous avons eu 37 ans de contrôle sur les bourses et leurs membres par la Securities and Exchange Commission. Enfin, le secteur du courtage boursier lui-même a fonctionné dans des conditions favorables, à savoir une augmentation considérable du volume, des taux de commission minimum fixes (éliminant largement les frais concurrentiels) et un nombre limité de sociétés membres.

Les premiers problèmes financiers des maisons de courtage (en 1969) ont été attribués à l'augmentation du volume elle-même. Il a été allégué que cela avait surchargé leurs installations, augmenté leurs frais généraux et causé de nombreux problèmes lors des règlements financiers. Il convient de souligner que c'était probablement la première fois dans l'histoire que des entreprises importantes faisaient faillite parce qu'elles avaient plus d'affaires qu'elles ne pouvaient en gérer. En 1970, alors que les échecs de

courtage augmentaient, ils étaient principalement imputés à «la baisse du volume». Une étrange plainte si l'on considère que le chiffre d'affaires de la NYSE en 1970 s'élevait à 2 937 millions d'actions, le *plus grand* volume de son histoire et bien plus de deux fois aussi important que n'importe quelle année avant 1965. Au cours des 15 années du marché haussier se terminant en 1964, le volume annuel avait en moyenne «seulement» 712 millions d'actions - un quart du chiffre de 1970 - mais le courtage avait connu la plus grande prospérité de son histoire. Si, comme il semble, les entreprises membres dans leur ensemble avaient permis à leurs frais généraux et autres dépenses d'augmenter à un rythme qui ne pouvait pas même soutenir une légère réduction de volume pendant une partie de l'année, cela n'est pas bon pour leur sens des affaires ou leur conservatisme financier.

Une troisième explication des problèmes financiers a finalement émergé d'une brume de dissimulation, et nous soupçonnons qu'elle est la plus plausible et la plus significative des trois. Il semble qu'une bonne partie du capital de certaines maisons de courtage était détenue sous forme d'actions ordinaires détenues par les différents partenaires. Certains d'entre eux semblent avoir été hautement spéculatifs et portés à des valeurs gonflées. Lorsque le marché a baissé en 1969, les cotations de ces titres ont chuté de façon drastique et une partie substantielle du capital des entreprises a disparu avec elles. [2] En effet, les associés spéculaient sur le capital censé protéger les clients contre les aléas financiers ordinaires de l'activité de courtage, afin de réaliser un double bénéfice sur ceux-ci. C'était inexcusable; nous nous abstenons d'en dire plus.

L'investisseur doit utiliser son intelligence non seulement pour formuler ses politiques financières mais aussi dans les détails associés. Il s'agit notamment du choix d'un courtier réputé pour exécuter ses ordres. Jusqu'à présent, il suffisait de conseiller à nos lecteurs de ne traiter qu'avec un membre de la Bourse de New York, à moins qu'il n'ait des raisons impérieuses de recourir à une société non membre. À contrecœur, nous devons ajouter quelques conseils supplémentaires dans ce domaine. Nous pensons que les personnes qui ne détiennent pas de comptes sur marge - et dans notre vocabulaire cela signifie *tous les investisseurs* non professionnels - devraient faire gérer et livrer leurs titres par leur banque. Lorsque vous donnez un ordre d'achat à vos courtiers, vous pouvez leur demander de livrer les titres achetés à votre banque contre paiement par la banque; à l'inverse, lors de la vente, vous pouvez demander à votre banque de remettre les titres au courtier contre paiement du produit. Ces services coûteront un peu plus, mais ils devraient en valoir la peine en termes de sécurité et de tranquillité d'esprit. Ce conseil peut être ignoré, comme il n'est plus nécessaire, une fois que l'investisseur

est certain que tous les problèmes des sociétés de bourse ont été résolus, mais pas avant.*

Banquiers d'investissement

Le terme «banquier d'investissement» s'applique à une entreprise qui s'engage dans une large mesure à émettre, souscrire et vendre de nouvelles émissions d'actions et d'obligations. (Souscrire signifie garantir à la société émettrice ou à un autre émetteur que le titre sera entièrement vendu.) Un certain nombre de maisons de courtage exercent une certaine activité de souscription. En règle générale, cela se limite à la participation à des groupes de souscription formés par des banquiers d'investissement de premier plan. Il existe une tendance supplémentaire pour les sociétés de courtage à créer et à parrainer un montant mineur de financement de nouvelles émissions, en particulier sous la forme de petites émissions d'actions ordinaires lorsqu'un marché haussier bat son plein.

La banque d'investissement est peut-être le département le plus respectable de la communauté de Wall Street, car c'est ici que la finance joue son rôle constructif en fournissant de nouveaux capitaux pour l'expansion de l'industrie. En fait, une grande partie de la justification théorique du maintien de marchés boursiers actifs, malgré leurs fréquents excès spéculatifs, réside dans le fait que les échanges de titres organisés facilitent la vente de nouvelles émissions d'obligations et d'actions. Si les investisseurs ou les spéculateurs ne pouvaient pas s'attendre à voir un marché prêt pour un nouveau titre qui leur serait offert, ils pourraient bien refuser de l'acheter.

La relation entre le banquier d'investissement et l'investisseur est fondamentalement celle du vendeur à l'acheteur potentiel. Depuis de nombreuses années, la majeure partie des nouvelles offres en valeur monétaire consistait en des émissions d'obligations qui ont été achetées principalement par des institutions financières telles que des banques et des compagnies d'assurance. Dans cette entreprise, les vendeurs de sécurité ont eu affaire à des acheteurs astucieux et expérimentés. D'où toutes les recommandations faites par les banquiers d'investissement à ces clients ont dû passer un examen attentif et sceptique. Ainsi, ces transactions sont presque toujours effectuées sur une base commerciale.

Mais une situation différente se produit dans une relation entre l' acheteur *individuel de* titres et les sociétés de banque d'investissement, y compris les courtiers en valeurs mobilières agissant en qualité de preneurs fermes. Ici, l'acheteur est souvent inexpérimenté et rarement perspicace. Il est facilement influencé par ce que le vendeur lui dit, en particulier dans le

cas des émissions d'actions ordinaires, car souvent son désir non confessé d'acheter est principalement de réaliser un profit rapide. L'effet de tout cela est que la protection de l'investisseur public réside moins dans sa propre faculté critique que dans les scrupules et l'éthique des maisons d'offre. [3]

C'est un hommage à l'honnêteté et à la compétence des cabinets de souscription qu'ils sont capables de combiner assez bien les rôles discordants de conseiller et de vendeur. Mais il est imprudent pour l'acheteur de se fier au jugement du vendeur. En 1959, nous déclarions à ce stade: «Les mauvais résultats de cette attitude malsaine se manifestent de façon récurrente dans le domaine de la souscription et avec des effets notables dans la vente de nouvelles émissions d'actions ordinaires pendant les périodes de spéculation active.» Peu de temps après, cet avertissement s'est avéré urgent. Comme nous l'avons déjà souligné, les années 1960-1961 et, encore une fois, 1968-1969 ont été marquées par une vague sans précédent d'émissions de moindre qualité, vendues au public à des prix d'offre absurdement élevés et, dans de nombreux cas, poussées beaucoup plus haut par la spéculation insouciante et certains semi-manipulation. Un certain nombre des maisons les plus importantes de Wall Street ont participé dans une certaine mesure à ces activités peu crédibles, ce qui démontre que la combinaison familière d'avidité, de folie et d'irresponsabilité n'a pas été exorcisée de la scène financière.

L'investisseur intelligent sera attentif aux conseils et recommandations reçus des sociétés de banque d'investissement, en particulier celles dont il sait qu'elles jouissent d'une excellente réputation; mais il sera sûr de porter un jugement sain et indépendant sur ces suggestions, soit les siennes, s'il est compétent, soit celles d'un autre type de conseiller.[*]

Autres conseillers

C'est une bonne vieille coutume, surtout dans les petites villes, de consulter son banquier local au sujet des investissements. Un banquier commercial n'est peut-être pas un expert approfondi des valeurs de sécurité, mais il est expérimenté et conservateur. Il est particulièrement utile à l'investisseur non qualifié, qui est souvent tenté de s'éloigner de la voie droite et sans excitation d'une politique défensive et a besoin de l'influence stabilisante d'un esprit prudent. L'investisseur le plus alerte et le plus agressif, recherchant des conseils dans le choix des marchés de valeurs mobilières, ne trouvera pas d'ordinaire le point de vue du banquier commercial particulièrement adapté à ses propres objectifs.[‡]

Nous adoptons une attitude plus critique vis-à-vis de la coutume répandue de demander des conseils en investissement à des parents ou à

des amis. Le demandeur pense toujours qu'il a de bonnes raisons de supposer que la personne consultée possède des connaissances ou une expérience supérieures. Notre propre observation indique qu'il est presque aussi difficile de sélectionner des conseillers non professionnels satisfaisants que de sélectionner les bons titres sans aide. Beaucoup de mauvais conseils sont donnés gratuitement.

Sommaire

Les investisseurs qui sont prêts à payer des frais pour la gestion de leurs fonds peuvent choisir judicieusement un cabinet de conseil en placement bien établi et bien recommandé. Alternativement, ils peuvent utiliser le département d'investissement d'une grande société de fiducie ou le service de supervision fourni à titre onéreux par quelques-unes des principales maisons de la Bourse de New York. Les résultats à attendre ne sont nullement exceptionnels, mais ils sont à la mesure de ceux de l'investisseur moyen averti et prudent.

La plupart des acheteurs de sécurité obtiennent des conseils sans les payer spécifiquement. Il va donc de soi que, dans la majorité des cas, ils n'ont pas droit à des résultats supérieurs à la moyenne et ne devraient pas les attendre. Ils doivent se méfier de toutes les personnes, qu'il s'agisse de courtiers de clients ou de vendeurs de sécurité, qui promettent des revenus ou des bénéfices spectaculaires. Cela s'applique à la fois à la sélection de titres et aux conseils concernant l'art insaisissable (et peut-être illusoire) de négocier sur le marché.

Les investisseurs défensifs, tels que nous les avons définis, ne seront généralement pas équipés pour porter un jugement indépendant sur les recommandations de sécurité formulées par leurs conseillers. Mais ils peuvent être explicites - et même répétitifs - en indiquant le type de titres qu'ils souhaitent acheter. S'ils suivent notre prescription, ils se limiteront aux obligations de haute qualité et aux actions ordinaires des grandes sociétés, de préférence celles qui peuvent être achetées à des niveaux de prix individuels qui ne sont pas élevés à la lumière de l'expérience et de l'analyse. L'analyste de sécurité de toute maison de bourse de bonne réputation peut dresser une liste appropriée de ces actions ordinaires et peut certifier à l'investisseur si le niveau de prix existant à cet effet est raisonnablement conservateur à en juger par l'expérience passée.

L'investisseur agressif travaillera normalement en coopération active avec ses conseillers. Il voudra que leurs recommandations soient expliquées en détail, et il insistera pour porter son propre jugement sur elles. Cela signifie que l'investisseur adaptera ses attentes et le caractère de ses

opérations de sécurité au développement de ses propres connaissances et expériences dans le domaine. Ce n'est que dans le cas exceptionnel, où l'intégrité et la compétence des conseillers ont été pleinement démontrées, que l'investisseur doit agir sur les conseils des autres sans comprendre et approuver la décision prise.

Il y a toujours eu des vendeurs de titres sans scrupules et des courtiers en valeurs mobilières de nuit et, bien entendu, nous avons conseillé à nos lecteurs de limiter leurs transactions, si possible, aux membres de la Bourse de New York. Mais nous sommes obligés à contrecœur d'ajouter le conseil extra-prudent que les livraisons et les paiements de titres soient effectués par l'intermédiaire de la banque de l'investisseur. L'image pénible de la maison de courtage de Wall Street peut avoir complètement disparu en quelques années, mais à la fin de 1971, nous suggérons toujours: «Mieux vaut prévenir que guérir».

Commentaire sur le chapitre 10

> Je suis reconnaissant à la jeune fille milésienne qui, voyant le philosophe Thales passer constamment son temps à contempler la voûte céleste et gardant toujours les yeux levés vers le haut, a mis quelque chose sur son chemin pour le faire trébucher, pour l'avertir qu'il serait temps de amuser ses pensées avec des choses dans les nuages quand il avait vu ceux qui étaient à ses pieds. En effet, elle lui a donné ses bons conseils, pour se tourner plutôt vers lui que vers le ciel.
>
> —*Michel de Montaigne*

As-tu besoin d'aide?

Dans les jours de gloire de la fin des années 1990, de nombreux investisseurs ont choisi de faire cavalier seul. En effectuant leurs propres recherches, en sélectionnant des actions elles-mêmes et en plaçant leurs transactions via un courtier en ligne, ces investisseurs ont contourné l'infrastructure coûteuse de Wall Street en matière de recherche, de conseil

et de trading. Malheureusement, de nombreux bricoleurs ont affirmé leur indépendance juste avant le pire marché baissier depuis la Grande Dépression, ce qui leur a finalement fait sentir qu'ils étaient idiots de faire cavalier seul. Ce n'est pas nécessairement vrai, bien sûr; les gens qui ont délégué chaque décision à un courtier en valeurs mobilières traditionnel ont également perdu de l'argent.

Mais de nombreux investisseurs sont rassurés par l'expérience, le jugement et le deuxième avis qu'un bon conseiller financier peut fournir. Certains investisseurs peuvent avoir besoin d'un étranger pour leur montrer le taux de rendement dont ils ont besoin pour gagner sur leurs investissements, ou combien d'argent supplémentaire ils doivent économiser, afin d'atteindre leurs objectifs financiers. D'autres peuvent simplement bénéficier d'avoir quelqu'un d'autre à blâmer lorsque leurs investissements baissent; de cette façon, au lieu de vous battre dans une agonie de doute, vous pouvez critiquer quelqu'un qui peut généralement se défendre et vous encourager en même temps. Cela peut fournir le coup de pouce psychologique dont vous avez besoin pour continuer à investir régulièrement à un moment où le cœur des autres investisseurs peut leur échouer. Dans l'ensemble, tout comme il n'y a aucune raison pour laquelle vous ne pouvez pas gérer votre propre portefeuille, il n'y a donc aucune honte à demander de l'aide professionnelle pour le gérer.[1]

Comment savoir si vous avez besoin d'un coup de main? Voici quelques signaux:

De grosses pertes. Si votre portefeuille a perdu plus de 40% de sa valeur entre le début de 2000 et la fin de 2002, alors vous avez fait pire que la piètre performance du marché boursier lui-même. Peu importe que vous le souffliez en étant paresseux, imprudent ou simplement malchanceux; après une perte aussi énorme, votre portefeuille réclame de l'aide.

Budgets épuisés. Si vous avez toujours du mal à joindre les deux bouts, vous ne savez pas où va votre argent, vous ne parvenez pas à économiser régulièrement et ne payez pas vos factures à temps, alors vos finances sont incontrôlables. Un conseiller peut vous aider à maîtriser votre argent en concevant un plan financier complet qui décrira comment - et combien - vous devriez dépenser, emprunter, épargner et investir.

Portefeuilles chaotiques. Trop d'investisseurs pensaient qu'ils étaient diversifiés à la fin des années 1990 parce qu'ils possédaient 39 actions Internet «différentes» ou sept fonds d'actions de croissance américains «différents». Mais c'est comme penser qu'un chœur composé uniquement

de soprano peut gérer le chant de «Old Man River» mieux qu'un soliste de soprano. Peu importe le nombre de sopranos que vous ajoutez, ce chœur ne pourra jamais clouer toutes ces notes graves jusqu'à ce que certains barytons rejoignent le groupe. De même, si tous vos avoirs montent et descendent ensemble, vous n'avez pas l'harmonie d'investissement qu'apporte la vraie diversification. Un plan professionnel d'allocation d'actifs peut vous aider.

Changements majeurs. Si vous êtes devenu indépendant et avez besoin de mettre en place un plan de retraite, vos parents vieillissants n'ont pas leurs finances en ordre, ou le collège de vos enfants semble inabordable, un conseiller peut non seulement vous offrir la tranquillité d'esprit mais aussi vous aider à faire de véritables améliorations dans la qualité de votre vie. De plus, un professionnel qualifié peut vous assurer de bénéficier de la complexité stupéfiante des lois fiscales et des règles de retraite et de vous y conformer.

Faire confiance, puis vérifier

N'oubliez pas que les escrocs financiers prospèrent en vous incitant à leur faire confiance et en vous dissuadant d'enquêter sur eux. Avant de placer votre avenir financier entre les mains d'un conseiller, il est impératif que vous trouviez quelqu'un qui non seulement vous met à l'aise mais dont l'honnêteté est irréprochable. Comme Ronald Reagan disait: «Faites confiance, puis vérifiez.» Commencez par penser à la poignée de personnes que vous connaissez le mieux et auxquelles vous faites le plus confiance. Demandez-leur ensuite s'ils peuvent vous référer à un conseiller en qui *ils ont* confiance et qui, selon eux, offre un bon rapport qualité-prix pour ses honoraires. Un vote de confiance de la part de quelqu'un que vous admirez est un bon début.[2]

Une fois que vous avez le nom du conseiller et de son cabinet, ainsi que sa spécialité, est-il un agent de change? planificateur financier? comptable? agent d'assurance? - vous pouvez commencer votre diligence raisonnable. Entrez le nom du conseiller et de son entreprise dans un moteur de recherche Internet comme Google pour voir si quelque chose se présente (surveillez les termes comme «amende», «plainte», «poursuite», «action disciplinaire» ou «suspension»). Si le conseiller est un courtier en valeurs mobilières ou un agent d'assurance, contactez le bureau du commissaire aux valeurs mobilières de votre État (un répertoire pratique de liens en ligne se trouve sur www.nasaa.org) pour demander si des mesures disciplinaires ou des plaintes de clients ont été déposées contre le conseiller.[3] Si vous envisagez un comptable qui agit également en tant que

conseiller financier, les régulateurs comptables de votre état (que vous pouvez trouver par le biais de la National Association of State Boards of Accountancy sur www.nasba.org) vous diront si son dossier est nettoyer.

Les planificateurs financiers (ou leurs entreprises) doivent s'inscrire auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis ou des autorités de réglementation des valeurs mobilières de l'État où leur pratique est basée. Dans le cadre de cette inscription, le conseiller doit déposer un document en deux parties appelé formulaire ADV. Vous devriez pouvoir le consulter et le télécharger sur www.advisorinfo.sec.gov, www.iard. com, ou le site Web de votre organisme de réglementation des valeurs mobilières. Portez une attention particulière aux pages de rapport de divulgation, où le conseiller doit divulguer toute mesure disciplinaire des autorités de réglementation. (Parce que les conseillers sans scrupules sont connus pour supprimer ces pages avant de remettre un ADV à un client potentiel, vous devriez obtenir indépendamment votre propre copie complète.) C'est une bonne idée de recouper le dossier d'un planificateur financier à www.cfp-board.org , puisque certains planificateurs qui ont été disciplinés en dehors de leur pays d'origine peuvent passer à travers les mailles réglementaires. Pour plus de conseils sur la diligence raisonnable, voir l'encadré ci-dessous.

MOTS D'AVERTISSEMENT

Le besoin de diligence raisonnable ne s'arrête pas une fois que vous avez engagé un conseiller. Melanie Senter Lubin, commissaire en valeurs mobilières de l'État du Maryland, suggère d'être sur ses gardes pour les mots et les phrases qui peuvent causer des ennuis. Si votre conseiller ne cesse de les répéter - ou de vous tordre le bras pour faire quelque chose qui vous met mal à l'aise - «contactez très rapidement les autorités», prévient Lubin. Voici le genre de jargon qui devrait déclencher des avertissements:

«Offshore»

"L'opportunité d'une vie"

«Banque principale»

"Ce bébé va bouger."

"garanti"

"Vous devez vous dépêcher."

"C'est une chose sûre."

«Notre modèle informatique propriétaire»

"L'argent intelligent l'achète."

«Stratégie d'options»

"C'est une évidence."

"Vous ne pouvez pas vous permettre de ne pas le posséder."

"Nous pouvons battre le marché."

"Vous serez désolé si vous ne le faites pas ..."

"exclusif"

"Vous devez vous concentrer sur la performance, pas sur les frais."

"Tu ne veux pas être riche?"

"Ne peut pas perdre"

"L'avantage est énorme."

"Il n'y a pas d'inconvénient."

"J'y mets ma mère."

"Croyez-moi."

«Négoce de matières premières»

«Déclarations mensuelles»

«Stratégie active d'allocation d'actifs»

"Nous pouvons limiter votre inconvénient."

"Personne d'autre ne sait comment faire cela."

Apprendre à vous connaître

Un important bulletin d'information sur la planification financière a récemment sollicité des dizaines de conseillers pour savoir comment procéder pour les interroger.[4] Lors de la sélection d'un conseiller, vos objectifs devraient être de:

- déterminer s'il veut aider les clients ou s'il passe simplement en revue les motions
- établir s'il ou elle comprend les principes fondamentaux de l'investissement tels qu'ils sont décrits dans ce livre
- évaluer s'il ou elle est suffisamment éduqué, formé et expérimenté pour vous aider.

Voici quelques-unes des questions que les planificateurs financiers éminents ont recommandé à tout client potentiel de poser:

Pourquoi êtes-vous dans cette entreprise? Quelle est l'énoncé de mission de votre entreprise? Outre votre réveil, qu'est-ce qui vous fait vous lever le matin?

Quelle est votre philosophie d'investissement? Utilisez-vous des actions ou des fonds communs de placement? Utilisez-vous l'analyse technique? Utilisez-vous la synchronisation du marché? (Un «oui» à l'une des deux dernières questions est un signal «non» pour vous.)

Vous concentrez-vous uniquement sur la gestion d'actifs ou conseillez-vous également sur les taxes, la planification successorale et de retraite, la budgétisation et la gestion de la dette et les assurances? Comment vos études, votre expérience et vos titres vous qualifient-ils pour donner ce genre de conseils financiers?[5]

Quels besoins vos clients ont-ils généralement en commun? Comment pouvez-vous m'aider à atteindre mes objectifs? Comment allez-vous suivre et signaler mes progrès? Fournissez-vous une liste de contrôle que je peux utiliser pour surveiller la mise en œuvre de tout plan financier que nous élaborons?

Comment choisissez-vous les investissements? Selon vous, quelle approche d'investissement est la plus efficace et quelles preuves pouvez-vous me prouver que vous avez obtenu ce genre de succès pour vos clients? Que faites-vous lorsqu'un investissement est peu performant pendant une année entière? (Tout conseiller qui répond «vendre» ne vaut pas la peine d'être embauché.)

Acceptez-vous, lorsque vous recommandez des investissements, une quelconque forme de compensation de la part d'un tiers? Pourquoi ou pourquoi pas? Dans quelles circonstances? Combien, en dollars réels, estimez-vous que je paierais pour vos services la première année? Qu'est-ce qui ferait augmenter ou diminuer ce nombre au fil du temps? (Si les frais

consomment plus de 1% de vos actifs par an, vous devriez probablement acheter un autre conseiller.[6])

Combien de clients avez-vous et à quelle fréquence communiquez-vous avec eux? Quelle a été votre réalisation la plus fière pour un client? Quelles caractéristiques partagent vos clients préférés? Quelle est la pire expérience que vous ayez eue avec un client et comment l'avez-vous résolue? Qu'est-ce qui détermine si un client s'adresse à vous ou à votre personnel d'assistance? Combien de temps les clients restent-ils généralement avec vous?

Puis-je voir un exemple d'extrait de compte? (Si vous ne pouvez pas le comprendre, demandez au conseiller de l'expliquer. Si vous ne comprenez pas son explication, il ne vous convient pas.)

Vous considérez-vous financièrement prospère? Pourquoi? Comment définissez-vous la réussite financière?

Selon vous, quel rendement annuel moyen est réalisable sur mes investissements? (Tout ce qui dépasse 8% à 10% est irréaliste.)

Pourriez-vous me fournir votre curriculum vitae, votre formulaire ADV et au moins trois références? (Si le conseiller ou son cabinet est tenu de déposer un ADV et qu'il ne vous en fournira pas de copie, levez-vous et partez — et gardez une main sur votre portefeuille au fur et à mesure.)

Avez-vous déjà déposé une plainte officielle contre vous? Pourquoi le dernier client qui vous a licencié l'a-t-il fait?

Vaincre votre propre pire ennemi

Enfin, gardez à l'esprit que les grands conseillers financiers ne poussent pas sur les arbres. Souvent, les meilleurs ont déjà autant de clients qu'ils peuvent gérer et peuvent être disposés à vous engager uniquement si vous semblez être un bon partenaire. Donc, ils vous poseront également des questions difficiles, qui pourraient inclure:

Pourquoi pensez-vous avoir besoin d'un conseiller financier?

Quels sont tes projets à long terme?

Quelle a été votre plus grande frustration en traitant avec d'autres conseillers (y compris vous-même)?

Avez-vous un budget? Vivez-vous selon vos moyens? Quel pourcentage de vos actifs dépensez-vous chaque année?

Quand nous regardons en arrière dans un an, que dois-je avoir accompli pour que vous soyez satisfait de vos progrès?

Comment gérez-vous les conflits ou les désaccords?

Comment avez-vous réagi émotionnellement au marché baissier qui a commencé en 2000?

Quelles sont vos pires craintes financières? Vos plus grands espoirs financiers?

Quel taux de retour sur vos investissements jugez-vous raisonnable? (Basez votre réponse sur le chapitre 3.)

Un conseiller qui ne pose pas de questions comme celles-ci - et qui ne vous montre pas assez d'intérêt pour ressentir intuitivement les autres questions que vous considérez comme les bonnes - ne convient pas.

Par-dessus tout, vous devez faire suffisamment confiance à votre conseiller pour lui permettre de vous protéger de votre pire ennemi, vous-même. «Vous embauchez un conseiller», explique le commentateur Nick Murray, «non pas pour gérer l'argent mais pour vous gérer.»

"Si le conseiller est une ligne de défense entre vous et vos pires tendances impulsives", explique Robert Veres, analyste en planification financière, "alors il ou elle devrait avoir des systèmes en place qui vous aideront tous les deux à les contrôler." Parmi ces systèmes :

- un **plan financier complet** qui décrit comment vous allez gagner, économiser, dépenser, emprunter et investir votre argent;
- une **déclaration de politique d'investissement** qui définit votre approche fondamentale de l'investissement;
- un **plan d'allocation d'actifs** qui détaille combien d'argent vous conserverez dans différentes catégories d'investissement.

Ce sont les éléments constitutifs sur lesquels de bonnes décisions financières doivent être fondées, et elles doivent être créées mutuellement - par vous et le conseiller - plutôt qu'imposées unilatéralement. Vous ne

devez pas investir un dollar ou prendre une décision tant que vous n'êtes pas convaincu que ces fondations sont en place et conformes à vos souhaits.

Chapitre 11
Analyse de sécurité pour l'investisseur profane: approche générale

L' analyse financière est désormais une profession bien établie et florissante, ou semi-professionnelle. Les diverses sociétés d'analystes qui composent la Fédération nationale des analystes financiers comptent plus de 13 000 membres, dont la plupart vivent de cette branche d'activité mentale. Les analystes financiers ont des manuels, un code d'éthique et un journal trimestriel.[*] Ils ont également leur part de problèmes non résolus. Ces dernières années, on a eu tendance à remplacer le concept général d '«analyse de sécurité» par celui d' «analyse financière». Cette dernière phrase a une implication plus large et est mieux adaptée pour décrire le travail de la plupart des analystes principaux de Wall Street. Il serait utile de penser que l'analyse de la sécurité se limite à peu près à l'examen et à l'évaluation des actions et des obligations, alors que l'analyse financière comprendrait ce travail, plus la détermination de la politique d'investissement (sélection de portefeuille), plus une quantité substantielle de général économique une analyse. [1] Dans ce chapitre, nous utiliserons la désignation la plus applicable, en mettant l'accent sur le travail de l'analyste de sécurité proprement dit.

L'analyste de sécurité traite du passé, du présent et de l'avenir de tout problème de sécurité donné. Il décrit l'entreprise; il résume ses résultats d'exploitation et sa situation financière; il expose ses points forts et ses points faibles, ses possibilités et ses risques; il estime sa capacité de gain future selon diverses hypothèses, ou comme «meilleure estimation». Il fait des comparaisons élaborées de diverses sociétés, ou de la même société à différents moments. Enfin, il exprime une opinion quant à la sécurité de l'émission, s'il s'agit d'une action privilégiée obligataire ou investment

grade, ou quant à son attractivité en tant qu'achat, s'il s'agit d'une action ordinaire.

En faisant tout cela, l'analyste de la sécurité a recours à un certain nombre de techniques, allant de l'élémentaire à la plus abstraite. Il peut modifier substantiellement les chiffres des états financiers annuels de l'entreprise, même s'ils portent l' *imprimatur* sacré de l'expert-comptable. Il est particulièrement attentif aux éléments de ces rapports qui peuvent signifier beaucoup plus ou moins qu'ils ne le disent.

L'analyste de la sécurité élabore et applique des normes de sécurité qui nous permettent de conclure si une obligation donnée ou une action privilégiée peut être qualifiée de suffisamment saine pour justifier un achat à des fins d'investissement. Ces normes concernent principalement le bénéfice moyen passé, mais elles concernent également la structure du capital, le fonds de roulement, la valeur des actifs et d'autres questions.

En traitant des actions ordinaires, l'analyste de la sécurité n'a jusqu'à récemment appliqué que rarement des normes de valeur aussi bien définies que l'étaient ses normes de sécurité pour les obligations et les actions privilégiées. La plupart du temps, il s'est contenté d'un résumé des performances passées, d'une prévision plus ou moins générale de l'avenir - avec un accent particulier sur les 12 prochains mois - et d'une conclusion plutôt arbitraire. Ce dernier a été, et est toujours, souvent dessiné d'un œil sur le ticker boursier ou les graphiques du marché. Au cours des dernières années, cependant, les analystes praticiens ont accordé une grande attention au problème de la valorisation des actions de croissance. Beaucoup de ces produits se sont vendus à des prix si élevés par rapport aux bénéfices passés et actuels que ceux qui les recommandent ont ressenti une obligation particulière de justifier leur achat par des projections assez précises de bénéfices attendus s'étendant assez loin dans le futur. Certaines techniques mathématiques d'un type assez sophistiqué ont forcément été invoquées pour étayer les évaluations obtenues.

Nous traiterons ces techniques, sous forme raccourcie, un peu plus tard. Cependant, nous devons souligner ici un paradoxe gênant, à savoir que les évaluations mathématiques sont devenues les plus répandues précisément dans les domaines où l'on pourrait les considérer comme les moins fiables. Plus l'évaluation est dépendante des anticipations de l'avenir - et moins elle est liée à un chiffre démontré par les performances passées - plus elle devient vulnérable aux erreurs de calcul et aux erreurs graves. Une grande partie de la valeur trouvée pour un stock de croissance à multiplicateur élevé provient de projections futures qui diffèrent

sensiblement des performances passées - sauf peut-être dans le taux de croissance lui-même. Ainsi, on peut dire que les analystes de la sécurité se trouvent aujourd'hui obligés de devenir les plus mathématiques et «scientifiques» dans les situations mêmes qui se prêtent le moins auspicieusement à un traitement exact.[*]

Poursuivons néanmoins notre discussion sur les éléments et techniques les plus importants de l'analyse de la sécurité. Le traitement actuel, très condensé, est axé sur les besoins de l'investisseur non professionnel. Au minimum, il doit comprendre ce que l'analyste de sécurité parle et à quoi conduire; au-delà, il devrait être équipé, si possible, pour faire la distinction entre l'analyse superficielle et l'analyse sonore.

L'analyse de sécurité pour l'investisseur profane est considérée comme commençant par l'interprétation du rapport financier annuel d'une entreprise. C'est un sujet que nous avons traité pour les profanes dans un livre séparé, intitulé *L'interprétation des états financiers.* [2] Nous ne considérons pas nécessaire ou approprié de parcourir le même terrain dans ce chapitre, d'autant plus que l'accent dans le présent livre est sur les principes et les attitudes plutôt que sur l'information et la description. Passons à deux questions fondamentales qui sous-tendent la sélection des investissements. Quels sont les principaux tests de sécurité d'une obligation d'entreprise ou d'une action privilégiée? Quels sont les principaux facteurs entrant dans l'évaluation d'une action ordinaire?

Analyse des obligations

La branche la plus fiable et donc la plus respectable de l'analyse de la sécurité se préoccupe de la sécurité, ou de la qualité, des émissions d'obligations et des actions privilégiées de première qualité. Le principal critère utilisé pour les obligations de sociétés est le nombre de fois où le total des intérêts débiteurs a été couvert par les bénéfices disponibles pendant quelques années dans le passé. Dans le cas des actions privilégiées, c'est le nombre de fois que les intérêts obligataires et les dividendes privilégiés combinés ont été couverts.

Les normes exactes appliquées varieront selon les autorités. Étant donné que les tests sont au fond arbitraires, il n'y a aucun moyen de déterminer précisément les critères les plus appropriés. Dans la révision de 1961 de notre manuel, *Analyse de la sécurité,* nous recommandons certaines normes de «couverture», qui figurent dans le tableau 11-1.[*]

Notre test de base n'est appliqué qu'aux résultats *moyens* d'une période de plusieurs années. D'autres autorités exigent également

qu'une couverture *minimale* soit indiquée pour chaque année considérée. Nous approuvons un test de «l'année la plus pauvre» comme *alternative* au test de sept ans en moyenne; il suffirait que l'obligation ou l'action privilégiée satisfasse à l'un de ces critères.

TABLEAU 11-1 «Couverture» minimale recommandée pour les obligations et les actions privilégiées

B. Pour les actions privilégiées de première qualité

Les mêmes chiffres minimaux que ci-dessus doivent être indiqués par le ratio du bénéfice *avant* impôts sur le revenu à la somme des charges fixes plus deux fois les dividendes privilégiés.

N OTE : L'inclusion de deux fois les dividendes privilégiés tient compte du fait que les dividendes privilégiés ne sont pas déductibles de l'impôt sur le revenu, alors que les frais d'intérêt le sont également.

C. Autres catégories d'obligations et privilégiées

Les normes données ci-dessus ne s'appliquent pas (1) aux sociétés de portefeuille d'utilité publique, (2) aux sociétés financières, (3) aux sociétés immobilières.

On peut objecter que la forte augmentation des taux d'intérêt obligataires depuis 1961 justifierait une certaine réduction compensatoire de la couverture des frais requis. De toute évidence, il serait beaucoup plus difficile pour une entreprise industrielle de montrer une couverture sept fois des frais d'intérêt à 8% qu'à 4½%. Pour répondre à cette nouvelle situation, nous suggérons maintenant une exigence alternative liée au pourcentage gagné sur le montant *principal* de la dette. Ces chiffres

pourraient être de 33% avant impôts pour une entreprise industrielle, 20% pour un service public et 25% pour un chemin de fer. Il convient de garder à l'esprit ici que le taux effectivement payé par la plupart des entreprises sur leur dette totale est considérablement inférieur aux 8% actuels, car elles bénéficient des émissions plus anciennes portant des coupons moins élevés. L'exigence de «l'année la plus pauvre» pourrait être fixée aux deux tiers environ de l'exigence de sept ans.

Outre le test de couverture des revenus, un certain nombre d'autres sont généralement appliqués. Il s'agit notamment des éléments suivants:

1. *Taille de l'entreprise.* Il existe une norme minimale en termes de volume d'affaires pour une société - variant entre les industries, les services publics et les chemins de fer - et de population pour une municipalité.

2. *Ratio actions / capitaux propres.* Il s'agit du rapport entre le prix du marché des émissions d'actions juniors[*] au montant nominal total de la dette, ou de la dette plus actions privilégiées. Il s'agit d'une mesure approximative de la protection, ou «coussin», offerte par la présence d'un investissement subalterne qui doit d'abord subir le poids d'une évolution défavorable. Ce facteur comprend l'appréciation par le marché des perspectives d'avenir de l'entreprise.

3. *Valeur de la propriété.* Les valeurs des actifs, telles qu'elles figurent au bilan ou telles qu'évaluées, étaient auparavant considérées comme le principal titre de sécurité et de protection pour une émission obligataire. L'expérience a montré que, dans la plupart des cas, la sécurité réside dans le pouvoir de gain, et si cela est déficient, les actifs perdent l'essentiel de leur valeur réputée. Cependant, la valeur des actifs conserve son importance en tant que test distinct de la sécurité suffisante des obligations et des actions privilégiées dans trois groupes d'entreprises: les services publics (car les taux peuvent dépendre largement de l'investissement immobilier), les préoccupations immobilières et les sociétés d'investissement.

À ce stade, l'investisseur averti devrait demander: «Dans quelle mesure les tests de sécurité mesurés par les performances passées et présentes

sont-ils fiables, étant donné que le paiement des intérêts et du capital dépend de ce que l'avenir apportera?» La réponse peut être fondée uniquement sur l'expérience. L'historique des investissements montre que les obligations et les actions privilégiées qui ont satisfait à des tests de sécurité rigoureux, basés sur le passé, ont dans la grande majorité des cas été en mesure de faire face avec succès aux vicissitudes de l'avenir. Cela a été démontré de façon frappante dans le domaine majeur des obligations ferroviaires - un domaine qui a été marqué par une fréquence calamiteuse de faillites et de pertes graves. Dans presque tous les cas, les routes en difficulté sont depuis longtemps surdimensionnées, ont montré une couverture inadéquate des charges fixes en période de prospérité moyenne et auraient donc été exclues par les investisseurs qui ont appliqué des tests de sécurité stricts. À l'inverse, pratiquement toutes les routes qui ont satisfait à de tels tests ont échappé à l'embarras financier. Notre prémisse a été étonnamment justifiée par l'histoire financière des nombreux chemins de fer réorganisés dans les années 1940 et en 1950. Tous, à une exception près, ont commencé leur carrière avec des frais fixes réduits au point où la couverture actuelle des exigences en intérêts fixes était suffisante , ou du moins respectable. L'exception était le New Haven Railroad, qui, au cours de sa réorganisation en 1947, n'a perçu ses nouvelles charges qu'environ 1,1 fois. En conséquence, alors que toutes les autres routes ont pu traverser des périodes plutôt difficiles avec une solvabilité intacte, le New Haven est retombé sous tutelle (pour la troisième fois) en 1961.

Dans le chapitre 17 ci-dessous, nous examinerons certains aspects de la faillite de Penn Central Railroad, qui a secoué la communauté financière en 1970. Un fait élémentaire dans ce cas était que la couverture des frais fixes ne répondait pas aux normes conservatrices dès 1965; un investisseur obligataire prudent aurait donc évité ou éliminé les émissions obligataires du système bien avant son effondrement financier.

Nos observations sur l'adéquation des antécédents pour juger de la sécurité future s'appliquent, et dans une mesure encore plus grande, aux services publics, qui constituent un domaine majeur pour l'investissement obligataire. La mise sous séquestre d'une entreprise ou d'un système de services publics (électriques) bien capitalisé est presque impossible. Depuis le contrôle de la Securities and Exchange Commission,[*] Parallèlement à l'éclatement de la plupart des systèmes de sociétés holding, le financement des services publics a été sain et les faillites inconnues. Les problèmes financiers des services publics d'électricité et de gaz dans les années 1930 étaient imputables à près de 100% aux excès financiers et à la mauvaise gestion, qui ont clairement marqué les structures de capitalisation des entreprises. Des tests de sécurité simples mais rigoureux auraient donc mis

l'investisseur en garde contre les problèmes qui devaient par la suite être mis en défaut.

Parmi les émissions d'obligations industrielles, le record à long terme a été différent. Bien que le groupe industriel dans son ensemble ait connu une meilleure croissance de sa capacité de gain que les chemins de fer ou les services publics, il a révélé un degré moindre de stabilité inhérente aux entreprises individuelles et aux secteurs d'activité. Ainsi, dans le passé, au moins, il y a eu des raisons convaincantes de limiter l'achat d'obligations industrielles et d'actions privilégiées à des sociétés qui non seulement sont de grande taille, mais ont également montré par le passé une capacité à résister à une grave dépression.

Peu de défauts des obligations industrielles se sont produits depuis 1950, mais ce fait est dû en partie à l'absence de dépression majeure au cours de cette longue période. Depuis 1966, la situation financière de nombreuses entreprises industrielles a évolué négativement. Des difficultés considérables se sont développées à la suite d'une expansion imprudente. D'une part, cela a entraîné d'importants ajouts aux prêts bancaires et à la dette à long terme; d'autre part, elle a fréquemment produit des pertes d'exploitation au lieu des bénéfices escomptés. Au début de 1971, il a été calculé qu'au cours des sept dernières années, les paiements d'intérêts de toutes les entreprises non financières étaient passés de 9,8 milliards de dollars en 1963 à 26,1 milliards de dollars en 1970, et que les paiements d'intérêts avaient prélevé 29% des bénéfices totaux avant intérêts et impôts. en 1971, contre seulement 16% en 1963. [3] De toute évidence, la charge pesant sur de nombreuses entreprises individuelles avait augmenté bien plus que cela. Les sociétés surchargées sont devenues trop familières. Il y a tout lieu de répéter la prudence exprimée dans notre édition de 1965:

Nous ne sommes pas tout à fait prêts à suggérer que l'investisseur puisse compter sur une persistance indéfinie de cette situation favorable, et donc assouplir ses normes de sélection obligataire dans le groupe industriel ou tout autre groupe.

Analyse des actions ordinaires

La forme idéale d'analyse des actions ordinaires conduit à une évaluation de l'émission qui peut être comparée au prix actuel pour déterminer si le titre est un achat intéressant ou non. Cette évaluation, à son tour, serait normalement trouvée en estimant le revenu moyen sur une période d'années à *venir* , puis en multipliant cette estimation par un «facteur de capitalisation» approprié.

La procédure désormais standard pour estimer la capacité de gain future commence avec *les* données *passées* moyennes pour le volume physique, les prix reçus et la marge d'exploitation. Les ventes futures en dollars sont ensuite projetées sur la base d'hypothèses quant à l'ampleur de la variation du volume et du niveau des prix par rapport à la base précédente. Ces estimations, à leur tour, sont fondées sur des prévisions économiques générales du produit national brut, puis sur des calculs spéciaux applicables à l'industrie et à l'entreprise en question.

Une illustration de cette méthode d'évaluation peut être tirée de notre édition de 1965 et mise à jour en ajoutant la suite. La Value Line, un service d'investissement de premier plan, fait des prévisions des bénéfices et dividendes futurs selon la procédure décrite ci-dessus, puis dérive un chiffre de «potentialité des prix» (ou valeur marchande projetée) en appliquant une formule d'évaluation à chaque émission, basée en grande partie sur certains relations passées. Dans le tableau 11-2, nous reproduisons les projections pour 1967-1969 faites en juin 1964 et les comparons avec les gains et le prix moyen du marché réellement réalisé en 1968 (qui se rapproche de la période 1967-1969).

Les prévisions combinées se sont avérées quelque peu faibles, mais pas sérieusement. Les prévisions correspondantes faites six ans auparavant se sont révélées trop optimistes sur les bénéfices et les dividendes; mais cela avait été compensé par l'utilisation d'un multiplicateur faible, de sorte que le chiffre de la «potentialité des prix» était à peu près le même que le prix moyen réel pour 1963.

Le lecteur notera qu'un certain nombre de prévisions individuelles étaient loin de la marque. Il s'agit d'un exemple à l'appui de notre opinion générale selon laquelle les estimations composites ou de groupe sont probablement beaucoup plus fiables que celles des entreprises individuelles. Idéalement, l'analyste de sécurité devrait peut-être choisir les trois ou quatre sociétés dont il pense qu'il connaît le mieux l'avenir, et concentrer son intérêt et celui de ses clients sur ce qu'il prévoit pour eux. Malheureusement, il semble presque impossible de distinguer à l'avance entre les prévisions individuelles sur lesquelles on peut se fier et celles qui sont sujettes à un grand risque d'erreur. Au fond, c'est la raison de la large diversification pratiquée par les fonds d'investissement. Car il est sans aucun doute préférable de se concentrer sur un stock dont vous *savez qu'il* va s'avérer très rentable, plutôt que de diluer vos résultats à un chiffre médiocre, simplement pour des raisons de diversification. Mais cela ne se fait pas, car cela ne peut pas être fait de manière *fiable.* [4] La prévalence d'une large diversification est en soi une répudiation pragmatique du

fétiche de la «sélectivité», à laquelle Wall Street rend constamment des paroles. *

TABLEAU 11-2 La moyenne industrielle de Dow Jones

(Les prévisions de la ligne de valeur pour 1967-1969 (faites au milieu de 1964) par rapport aux résultats réels de 1968)

Facteurs affectant le taux de capitalisation

Bien que les gains futurs moyens soient censés être le principal déterminant de la valeur, l'analyste de la sécurité tient compte d'un certain nombre d'autres facteurs de nature plus ou moins définie. La plupart d'entre eux entreront dans son taux de capitalisation, qui peut varier sur une large gamme, en fonction de la «qualité» de l'émission d'actions. Ainsi, bien que deux sociétés puissent avoir le même chiffre de bénéfice par action attendu en 1973–1975 - disons 4 $ - l'analyste peut évaluer l'une à 40 et l'autre à 100. Voyons brièvement quelques-unes des considérations qui entrer dans ces multiplicateurs divergents.

1. *Perspectives générales à long terme.* Personne ne sait vraiment ce qui se passera dans un avenir lointain, mais les analystes et les investisseurs ont tout de même des opinions bien arrêtées sur le sujet. Ces opinions se reflètent dans les écarts substantiels entre les ratios prix / bénéfices des sociétés individuelles et des groupes industriels. À ce stade, nous avons ajouté dans notre édition de 1965:

Par exemple, à la fin de 1963, les sociétés chimiques du DJIA vendaient à des multiplicateurs considérablement plus élevés que les sociétés pétrolières, ce qui indique une confiance plus forte dans les perspectives des premières que des secondes. De telles distinctions faites par le marché sont souvent bien fondées, mais lorsqu'elles sont dictées principalement par les performances passées, elles sont aussi susceptibles d'avoir tort que de raison.

Nous fournirons ici, dans le tableau 11-3, les informations de fin d'année 1963 sur les problèmes des sociétés chimiques et pétrolières de la DJIA, et reportons leurs bénéfices à la fin de 1970. On verra que les sociétés chimiques, malgré leur multiplicateurs, n'ont pratiquement pas augmenté leurs bénéfices après 1963. Les compagnies pétrolières ont fait beaucoup mieux que les produits chimiques et sont à peu près conformes à la croissance impliquée dans leurs multiplicateurs de 1963. [5] Ainsi, notre exemple de stock de produits chimiques s'est avéré être l'un des cas dans lesquels les multiplicateurs du marché se sont révélés erronés.[*]

2. *Gestion.* À Wall Street, beaucoup de choses sont constamment dites à ce sujet, mais peu de choses sont vraiment utiles. Jusqu'à ce que des tests objectifs, quantitatifs et raisonnablement fiables de compétence managériale soient conçus et appliqués, ce facteur continuera d'être examiné à travers un brouillard. Il est juste de supposer qu'une entreprise au succès remarquable a une gestion exceptionnellement bonne. Cela se sera déjà montré dans le passé record; il apparaîtra à nouveau dans les estimations pour les cinq prochaines années, et une fois de plus dans le facteur des perspectives à long terme évoqué précédemment. La tendance à le compter encore une fois en tant que considération haussière distincte peut facilement conduire à des surévaluations coûteuses. Nous pensons que le facteur de gestion est très utile dans les cas où un changement récent a eu lieu qui n'a pas encore eu le temps de montrer son importance dans les chiffres réels.

Deux événements spectaculaires de ce type ont été associés à la Chrysler Motor Corporation. La première a eu lieu dès 1921, lorsque Walter Chrysler a pris le commandement du Maxwell Motors, presque moribond, et en a fait en quelques années une grande entreprise très rentable, tandis

que de nombreuses autres sociétés automobiles ont été contraintes de fermer leurs portes. La seconde s'est produite aussi récemment qu'en 1962, lorsque Chrysler était tombé loin de son ancien domaine élevé et que le stock se vendait à son prix le plus bas depuis de nombreuses années. Puis de nouveaux intérêts, associés à Consolidation Coal, ont pris le relais. Le bénéfice est passé du chiffre de 1961 de 1,24 $ par action à l'équivalent de 17 $ en 1963, et le prix est passé d'un creux de 38½ en 1962 à l'équivalent de près de 200 l'année suivante. [6]

3. *Solidité financière et structure du capital.* Le stock d'une entreprise avec beaucoup de liquidités excédentaires et rien d'avant le commun est clairement un meilleur achat (au même prix) qu'une autre avec le même bénéfice par action mais de gros emprunts bancaires et des titres de premier rang. Ces facteurs sont correctement et soigneusement pris en compte par les analystes de la sécurité. Un montant modeste d'obligations ou d'actions privilégiées, cependant, n'est pas nécessairement un inconvénient pour le commun, pas plus que l'utilisation modérée du crédit bancaire saisonnier. (Soit dit en passant, une structure très lourde - trop peu d'actions ordinaires par rapport aux obligations et privilégiées - peut, dans des conditions favorables, générer un énorme bénéfice *spéculatif* dans le commun. Il s'agit du facteur appelé «effet de levier».)

4. *Registre des dividendes.* L'un des tests de qualité les plus convaincants est un enregistrement ininterrompu des paiements de dividendes remontant à plusieurs années. Nous pensons qu'un record de paiements de dividendes continus au cours des 20 dernières années ou plus est un facteur positif important dans l'évaluation de la qualité de l'entreprise. En effet, l'investisseur défensif pourrait être justifié de limiter ses achats à ceux qui satisfont à ce critère.

5. *Taux de dividende actuel.* Ceci, notre dernier facteur supplémentaire, est le plus difficile à traiter de manière satisfaisante. Heureusement, la majorité des entreprises en sont venues à suivre ce qu'on pourrait appeler une politique de dividende standard. Cela a signifié la distribution d'environ les deux tiers de leurs revenus moyens, sauf que dans la récente période de profits élevés et de demandes inflationnistes de capitaux, le chiffre a eu tendance à être plus faible. (En 1969, il était de 59,5% pour les actions de la moyenne du Dow Jones et de 55% pour toutes les sociétés

américaines.)* Lorsque le dividende présente une relation normale avec le résultat, l'évaluation peut être effectuée sur l'une ou l'autre base sans affecter substantiellement le résultat. Par exemple, une entreprise secondaire typique dont le bénéfice moyen prévu est de 3 $ et le dividende prévu de 2 $ peut être évaluée à 12 fois son bénéfice ou à 18 fois son dividende, ce qui donne une valeur de 36 dans les deux cas.

Cependant, un nombre croissant d'entreprises en croissance s'écartent de la politique autrefois standard de verser 60% ou plus des bénéfices en dividendes, au motif que les intérêts des actionnaires seront mieux servis en conservant presque tous les bénéfices pour financer l'expansion. Le problème présente des problèmes et nécessite des distinctions soigneuses. Nous avons décidé de reporter notre discussion de la question vitale d'une politique de dividende appropriée à une section ultérieure - le chapitre 19 - où nous la traiterons dans le cadre du problème général des relations entre la direction et les actionnaires.

Taux de capitalisation des actions de croissance

La majeure partie de la rédaction d'analystes de la sécurité sur des évaluations formelles concerne la valorisation des actions de croissance. Notre étude des différentes méthodes nous a conduit à proposer une formule raccourcie et assez simple pour la valorisation des valeurs de croissance, qui vise à produire des chiffres assez proches de ceux résultant des calculs mathématiques plus poussés. Notre formule est:

Valeur = Bénéfice actuel (normal) × (8,5 plus le double du taux de croissance annuel prévu)

Le chiffre de croissance devrait être celui attendu au cours des sept à dix prochaines années. [sept]

Le tableau 11-4 montre comment notre formule fonctionne pour divers taux de croissance présumés. Il est facile de faire le calcul inverse et de déterminer quel taux de croissance est anticipé par le prix actuel du marché, en supposant que notre formule est valide. Dans notre dernière édition, nous avons fait ce calcul pour le DJIA et pour six émissions importantes. Ces chiffres sont reproduits dans le tableau 11-5. Nous avions alors commenté:

La différence entre le taux de croissance annuel implicite de 32,4% pour Xerox et le très modeste 2,8% pour General Motors est en effet frappante. Cela s'explique en partie par le sentiment du marché boursier que les bénéfices de General Motors pour 1963 - le plus important de toutes les sociétés de l'histoire - peuvent être maintenus avec difficulté et dépassés au mieux modestement. Le rapport prix-bénéfice de Xerox, d'autre part, est tout à fait représentatif de l'enthousiasme spéculatif attaché à une entreprise de grande réussite et peut-être encore plus prometteuse.

Le taux de croissance implicite ou prévu de 5,1% pour le DJIA se compare à une augmentation annuelle réelle de 3,4% (composée) entre 1951-1953 et 1961-1963.

Nous aurions dû ajouter une mise en garde comme suit: les évaluations des actions à forte croissance attendues sont nécessairement faibles, si nous devions supposer que ces taux de croissance se réaliseront réellement. En fait, selon l'arithmétique, si une entreprise pouvait être supposée croître à un taux de 8% ou plus *indéfiniment* à l'avenir, sa valeur serait infinie et aucun prix ne serait trop élevé pour payer les actions. Ce que l'évaluateur fait réellement dans ces cas, c'est d'introduire une *marge de sécurité* dans ses calculs - un peu comme le fait un ingénieur dans ses spécifications pour une structure. Sur cette base, les achats réaliseraient l'objectif qui lui avait été assigné (en 1963, un rendement global futur de 7½% par an) même si le

taux de croissance effectivement réalisé s'avérait sensiblement inférieur à celui prévu dans la formule. Bien sûr, alors, si ce taux était effectivement réalisé, l'investisseur serait sûr de profiter d'un beau rendement supplémentaire. Il n'y a vraiment aucun moyen d'évaluer une entreprise à forte croissance (avec un taux attendu supérieur à, disons, 8% par an), dans lequel l'analyste peut faire des hypothèses réalistes *à* la *fois* du bon multiplicateur pour les bénéfices actuels et du multiplicateur attendu pour l'avenir gains.

En fait, la croissance réelle de Xerox et d'IBM s'est avérée très proche des taux élevés impliqués dans notre formule. Comme je viens de l'expliquer, cette belle performance a inévitablement entraîné une forte augmentation du prix des deux émissions. La croissance du DJIA lui-même était également à peu près conforme aux prévisions du cours de clôture de 1963. Mais le taux modéré de 5% n'implique pas le dilemme mathématique de Xerox et IBM. Il s'est avéré que la hausse des prix de 23% jusqu'à la fin de 1970, plus les 28% de rendement global des dividendes reçus, ne donnaient pas loin du gain global annuel de 7½% proposé dans notre formule. Dans le cas des quatre autres sociétés, il suffit de dire que leur croissance n'a pas été à la hauteur des attentes impliquées dans le prix de 1963 et que leurs cotations n'ont pas augmenté autant que le DJIA. *Avertissement:* Ce matériel est fourni à des fins d'illustration uniquement, et en raison de la nécessité incontournable dans l'analyse de la sécurité de prévoir le taux de croissance futur pour la plupart des entreprises étudiées. Ne laissez pas le lecteur se tromper en pensant que de telles projections ont un haut degré de fiabilité ou, inversement, que les prix futurs peuvent être comptés pour se comporter en conséquence lorsque les prophéties se réalisent, sont dépassées ou déçues.

Il convient de souligner que toute évaluation des stocks «scientifique», ou du moins raisonnablement fiable, basée sur les résultats futurs prévus, doit tenir compte des taux d'intérêt futurs. Un barème donné de bénéfices attendus ou de dividendes aurait une valeur actualisée plus petite si nous supposons une structure d'intérêts plus élevée que si nous supposons une structure d'intérêts inférieure.* De telles hypothèses ont toujours été difficiles à faire avec un certain degré de confiance, et les récentes fluctuations violentes des taux d'intérêt à long terme rendent les prévisions de ce genre presque présomptueuses. Par conséquent, nous avons conservé notre ancienne formule ci-dessus, simplement parce qu'aucune nouvelle ne semble plus plausible.

Analyse de l'industrie

Étant donné que les perspectives générales de l'entreprise ont un poids important dans l'établissement des prix du marché, il est naturel que l'analyste de la sécurité accorde une grande attention à la situation économique de l'industrie et de l'entreprise individuelle dans son industrie. Les études de ce type peuvent entrer dans des détails illimités. Ils produisent parfois des informations précieuses sur des facteurs importants qui seront opérationnels à l'avenir et sont insuffisamment appréciés par le marché actuel. Lorsqu'une telle conclusion peut être tirée avec un certain degré de confiance, elle constitue une base solide pour les décisions d'investissement.

Notre propre observation, cependant, nous amène à minimiser quelque peu la valeur pratique de la plupart des études sectorielles mises à la disposition des investisseurs. Le matériel développé est généralement d'un type que le public connaît déjà assez bien et qui a déjà exercé une influence considérable sur les cotations du marché. On trouve rarement une étude d'une maison de courtage qui souligne, avec un ensemble convaincant de faits, qu'une industrie populaire se dirige vers une chute ou qu'une impopulaire doit prospérer. La vision de Wall Street d'un avenir plus long est notoirement faillible, et cela s'applique nécessairement à la partie importante de ses enquêtes qui est orientée vers la prévision de l'évolution des bénéfices dans diverses industries.

Nous devons cependant reconnaître que la croissance rapide et omniprésente de la technologie ces dernières années n'est pas sans effet majeur sur l'attitude et le travail de l'analyste de la sécurité. Plus que par le passé, le progrès ou la régression d'une entreprise typique dans la décennie à venir peut dépendre de sa relation avec de nouveaux produits et de nouveaux processus, que l'analyste peut avoir la possibilité d'étudier et d'évaluer *à l'avance.* Il existe donc sans aucun doute un domaine prometteur pour un travail efficace de l'analyste, basé sur des visites sur le terrain, des entretiens avec des chercheurs et sur des recherches technologiques intensives de son propre chef. Il existe des risques liés aux conclusions d'investissement tirées principalement de tels aperçus dans le futur, et non étayées par une valeur actuellement démontrable. Pourtant, il y a peut-être autant de risques à s'en tenir étroitement aux limites de valeur fixées par des calculs sobres reposant sur des résultats réels. L'investisseur ne peut pas jouer sur les deux tableaux. Il peut être imaginatif et jouer pour les gros profits qui récompensent la vision prouvée par l'événement; mais il doit alors courir un risque important d'erreur de calcul majeure ou mineure. Ou il peut être conservateur et refuser de payer plus qu'une prime mineure pour des possibilités encore non prouvées; mais dans ce cas, il doit

être préparé pour la contemplation ultérieure d'opportunités en or abandonnées.

Un processus d'évaluation en deux parties

Revenons un instant à l'idée de valorisation ou d'appréciation d'une action ordinaire, dont nous avons commencé à discuter plus haut p. 288. De nombreuses réflexions sur le sujet nous ont amenés à conclure qu'il vaut mieux procéder de manière tout à fait différente de la pratique actuelle. Nous suggérons que les analystes déterminent d'abord ce que nous appelons la «valeur de performance passée», qui est basée uniquement sur les antécédents. Cela indiquerait la valeur de l'action - absolument, ou en pourcentage du DJIA ou du composite S & P - si l'on suppose que sa performance relative relative se maintiendra inchangée à l'avenir. (Cela inclut l'hypothèse que son taux de croissance relatif, comme indiqué au cours des sept dernières années, se poursuivra également inchangé au cours des sept prochaines années.) Ce processus pourrait être effectué mécaniquement en appliquant une formule qui donne des pondérations individuelles aux chiffres passés de rentabilité , la stabilité et la croissance, ainsi que pour la situation financière actuelle. La deuxième partie de l'analyse devrait examiner dans quelle mesure la valeur basée uniquement sur les performances passées devrait être modifiée en raison des nouvelles conditions attendues à l'avenir.

Une telle procédure diviserait le travail entre les analystes senior et junior comme suit: (1) L'analyste senior établirait la formule à appliquer à toutes les sociétés en général pour déterminer la valeur des performances passées. (2) Les analystes subalternes élaboraient de tels facteurs pour les entreprises désignées - à peu près de façon mécanique. (3) L'analyste principal déterminerait alors dans quelle mesure la performance d'une entreprise - absolue ou relative - est susceptible de différer de son historique passé, et quel changement devrait être apporté à la valeur pour refléter ces changements anticipés. Il serait préférable que le rapport de l'analyste principal indique à la fois l'évaluation initiale et l'évaluation modifiée, avec les raisons de ce changement.

Un travail de ce genre en vaut-il la peine? Notre réponse est affirmative, mais nos raisons peuvent paraître quelque peu cyniques au lecteur. Nous doutons que les évaluations ainsi atteintes se révèlent suffisamment fiables dans le cas d'une entreprise industrielle type, grande ou petite. Nous illustrerons les difficultés de ce travail dans notre discussion sur Aluminium Company of America (ALCOA) dans le chapitre suivant. Néanmoins, cela devrait être fait pour ces stocks communs. Pourquoi? Premièrement, de

nombreux analystes de la sécurité sont tenus de faire des évaluations actuelles ou projetées, dans le cadre de leur travail quotidien. La méthode que nous proposons devrait être une amélioration par rapport à celles généralement suivies aujourd'hui. Deuxièmement, parce qu'elle devrait donner une expérience utile et un aperçu aux analystes qui pratiquent cette méthode. Troisièmement, parce que des travaux de ce type pourraient produire un ensemble inestimable d'expériences enregistrées - comme cela a longtemps été le cas en médecine - qui peuvent conduire à de meilleures méthodes d'intervention et à une connaissance utile de ses possibilités et de ses limites. Les stocks d'utilité publique pourraient bien s'avérer un domaine important dans lequel cette approche aura une réelle valeur pragmatique. Finalement, l'analyste intelligent se limitera aux groupes dans lesquels l'avenir semble raisonnablement prévisible,[*] ou lorsque la marge de sécurité de la valeur des performances passées par rapport au prix actuel est si grande qu'il peut tenter sa chance sur les variations futures, comme il le fait pour sélectionner des titres de premier rang bien garantis.

Dans les chapitres suivants, nous fournirons des exemples concrets d'application des techniques analytiques. Mais ce ne seront que des illustrations. Si le lecteur trouve le sujet intéressant, il doit le poursuivre de manière systématique et approfondie avant de se considérer qualifié pour porter son propre jugement final d'achat ou de vente sur une question de sécurité.

Commentaire sur le chapitre 11

> "Pourriez-vous me dire, s'il vous plaît, dans quelle direction je dois partir d'ici?"
>
> "Cela dépend beaucoup de l'endroit où vous voulez vous rendre", a déclaré le chat.
>
> —*Lewis Carroll,* Alice's Adventures in Wonderland

Mettre un prix sur l'avenir

Quels facteurs déterminent combien vous devriez être prêt à payer pour un stock? Qu'est-ce qui fait qu'une entreprise vaut 10 fois ses bénéfices et une autre 20 fois? Comment pouvez-vous être raisonnablement sûr que vous ne payez pas trop cher pour un avenir apparemment rose qui se révèle être un cauchemar trouble?

Graham estime que cinq éléments sont décisifs.[1] Il les résume comme suit:

- les «perspectives générales à long terme» de l'entreprise
- la qualité de sa gestion
- sa solidité financière et sa structure de capital
- son record de dividendes
- et son taux de dividende actuel.

Examinons ces facteurs à la lumière du marché actuel.

Les perspectives à long terme. De nos jours, l'investisseur intelligent devrait commencer par télécharger au moins cinq ans de rapports annuels (formulaire 10-K) depuis le site Web de l'entreprise ou depuis la base de données EDGAR à l'adresse www.sec.gov.[2] Peignez ensuite les états financiers en rassemblant des preuves pour vous aider à répondre à deux questions primordiales. Qu'est-ce qui fait croître cette entreprise? D'où (et d'où proviendront) ses bénéfices? Parmi les problèmes à surveiller:

- L'entreprise est un «acquéreur en série». Une moyenne de plus de deux ou trois acquisitions par an est un signe de problème potentiel. Après tout, si l'entreprise elle-même préfère acheter le stock d'autres entreprises plutôt que d'investir dans la sienne, ne devriez-vous pas prendre l'allusion et chercher ailleurs aussi? Et vérifiez les antécédents de l'entreprise en tant qu'acquéreur. Méfiez-vous des boulimiques d'entreprises - des entreprises qui loupent de grosses acquisitions, pour finir par les vomir. Lucent, Mattel, Quaker Oats et Tyco International font partie des entreprises qui ont dû renoncer à des acquisitions à des pertes écoeurantes. D'autres entreprises prennent des radiations chroniques ou des charges comptables prouvant qu'elles ont payé en trop leurs acquisitions passées. C'est un mauvais présage pour la conclusion de futurs accords.[3]

- La société est une toxicomane OPM, empruntant de la dette ou vendant des actions pour augmenter les cargaisons de l'argent des autres. Ces infusions de matières grasses d'OPM sont étiquetées «trésorerie issue des activités de financement» dans l'état des flux de trésorerie du rapport annuel. Ils peuvent faire croître une entreprise malade même si ses activités sous-jacentes ne génèrent pas suffisamment de liquidités, comme Global Crossing et WorldCom l'ont montré il n'y a pas longtemps.[4]

- La société est un Johnny-One-Note, comptant sur un client (ou une poignée) pour la plupart de ses revenus. En octobre 1999, le fabricant de fibres optiques Sycamore Networks, Inc. a vendu ses actions au public pour la première fois. Le prospectus a révélé qu'un client, Williams Communications, représentait 100% des revenus totaux de 11 millions de dollars de Sycamore. Les commerçants ont allègrement évalué les actions de Sycamore à 15 milliards de dollars. Malheureusement, Williams a fait faillite un peu plus de deux ans plus tard. Bien que Sycamore ait repris d'autres clients, son stock a perdu 97% entre 2000 et 2002.

Pendant que vous étudiez les sources de croissance et de profit, restez à l'affût des points positifs et négatifs. Parmi les bons signes:

- L'entreprise dispose d'un large «fossé» ou d'un avantage concurrentiel. Comme les châteaux, certaines entreprises peuvent facilement être prises d'assaut par des concurrents en maraude, tandis que d'autres sont presque imprenables. Plusieurs forces peuvent élargir les douves d'une entreprise: une *identité de marque* forte (pensez à Harley Davidson, dont les acheteurs tatouent le logo de l'entreprise sur leur corps); un *monopole* ou quasi-monopole sur le marché; *les économies d'échelle* ou la capacité de fournir d'énormes quantités de biens ou de services à moindre coût (pensez à Gillette, qui produit des lames de rasoir par milliard); un *actif immatériel* unique (pensez à Coca-Cola, dont la formule secrète pour le sirop aromatisé n'a aucune valeur physique réelle mais maintient une emprise inestimable sur les consommateurs); une *résistance à la substitution* (la plupart des entreprises n'ont pas d'alternative à l'électricité, il est donc peu probable que les entreprises de services publics soient supplantées de sitôt).[5]

- L'entreprise est un marathonien, pas un sprinter. En regardant les comptes de résultat, vous pouvez voir si les revenus et le

bénéfice net ont augmenté de manière régulière et régulière au cours des 10 dernières années. Un récent article du *Financial Analysts Journal a* confirmé ce que d'autres études (et la triste expérience de nombreux investisseurs) ont montré: que les entreprises à la croissance la plus rapide ont tendance à surchauffer et à s'éteindre.[6] Si les revenus augmentent à un taux à long terme de 10% avant impôts (ou de 6% à 7% après impôts), cela peut être viable. Mais l'obstacle à la croissance de 15% que de nombreuses entreprises se sont fixé est délirant. Et un taux encore plus élevé - ou une explosion soudaine de croissance en un ou deux ans - est presque certain de s'estomper, tout comme un marathonien inexpérimenté qui essaie de courir toute la course comme s'il s'agissait d'un tiret de 100 mètres.

- L'entreprise sème *et* moissonne. Peu importe la qualité de ses produits ou la puissance de ses marques, une entreprise doit dépenser de l'argent pour développer de nouvelles affaires. Bien que les dépenses de recherche et développement ne soient pas une source de croissance aujourd'hui, elles pourraient bien l'être demain, en particulier si une entreprise a fait ses preuves en matière de rajeunissement de ses activités avec de nouvelles idées et de nouveaux équipements. Le budget moyen pour la recherche et le développement varie selon les industries et les entreprises. En 2002, Procter & Gamble a dépensé environ 4% de son chiffre d'affaires net en R&D, tandis que 3M a dépensé 6,5% et Johnson & Johnson 10,9%. À long terme, une entreprise qui ne dépense rien en R & D est au moins aussi vulnérable qu'une entreprise qui dépense trop.

La qualité et la conduite de la gestion. Les dirigeants d'une entreprise doivent dire ce qu'ils feront, puis faire ce qu'ils ont dit. Lisez les derniers rapports annuels pour voir quelles prévisions les gestionnaires ont faites et s'ils les ont réalisées ou n'ont pas été à la hauteur. Les gestionnaires devraient admettre sans détour leurs échecs et en assumer la responsabilité, plutôt que de blâmer les boucs émissaires polyvalents comme «l'économie», «l'incertitude» ou la «faible demande». Vérifiez si le ton et la substance de la lettre du président restent constants ou fluctuent. avec les dernières manies de Wall Street. (Portez une attention particulière aux années d'expansion comme 1999: les dirigeants d'une entreprise de ciment ou de sous-vêtements ont-ils soudainement déclaré qu'ils étaient «à la pointe de la révolution des logiciels de transformation»?)

Ces questions peuvent également vous aider à déterminer si les personnes qui dirigent l'entreprise agiront dans l'intérêt des personnes *propriétaires de* l'entreprise:

- Cherchent-ils le n ° 1? Une entreprise qui verse à son PDG 100 millions de dollars en un an ferait mieux d'avoir une très bonne raison. (Peut-être qu'il a découvert - et breveté - la Fontaine de Jouvence? Ou a trouvé El Dorado et l'a acheté pour 1 $ l'acre? Ou a contacté la vie sur une autre planète et a négocié un contrat obligeant les extraterrestres à acheter toutes leurs fournitures d'une seule entreprise sur Terre?) Sinon, ce genre de jour de paie obscurément obèse suggère que l'entreprise est dirigée par les gestionnaires, *pour* les gestionnaires. Si une entreprise refacture (ou «réémet» ou «échange») ses options d'achat d'actions pour les initiés, ne vous approchez pas. Dans ce switcheroo, une entreprise annule les options d'achat d'actions existantes (et généralement sans valeur) pour les employés et les dirigeants, puis les remplace par de nouvelles à des prix avantageux. Si leur valeur n'est jamais autorisée à atteindre zéro, alors que leur profit potentiel est toujours infini, comment les options peuvent-elles encourager une bonne gestion des actifs de l'entreprise? Toute entreprise établie qui refacture des options - comme l'ont fait des dizaines d'entreprises de haute technologie - est une honte. Et tout investisseur qui achète des actions dans une telle entreprise est un mouton qui supplie d'être tondu. En recherchant dans le rapport annuel la note de bas de page obligatoire sur les options d'achat d'actions, vous pouvez voir la taille du «surplomb des options». AOL Time Warner, par exemple, a indiqué au début de son rapport annuel qu'elle avait 4,5 milliards d'actions ordinaires en circulation au 31 décembre 2002 - mais une note de bas de page dans les entrailles du rapport révèle que la société avait émis des options sur 657 millions d'actions supplémentaires. Les bénéfices futurs d'AOL devront donc être répartis entre 15% d'actions supplémentaires. Vous devez prendre en compte le flot potentiel de nouvelles actions issues des stock-options chaque fois que vous estimez la valeur future d'une entreprise.

[7] Le «formulaire 4», disponible dans la base de données EDGAR à l'adresse www.sec.gov, indique si les hauts dirigeants et administrateurs d'une entreprise ont acheté ou vendu des actions. Il peut y avoir des raisons légitimes pour un initié de

vendre - diversification, une maison plus grande, un règlement de divorce - mais les grosses ventes répétées sont un drapeau rouge vif. Un gestionnaire ne peut pas légitimement être votre partenaire s'il continue de vendre pendant que vous achetez.

- Sont-ils gestionnaires ou promoteurs? Les cadres devraient passer la plupart de leur temps à gérer leur entreprise en privé, et non à la promouvoir auprès du public investisseur. Trop souvent, les PDG se plaignent que leur stock est sous-évalué, peu importe son niveau, oubliant l'insistance de Graham pour que les gestionnaires tentent d'empêcher le prix de l'action d'aller trop bas *ou* trop haut.

[8] Pendant ce temps, un trop grand nombre de directeurs financiers donnent des «prévisions de bénéfices» ou des estimations des bénéfices trimestriels de l'entreprise. Et certaines entreprises sont hype-o-chondriacs, diffusant constamment des communiqués de presse vantant des «opportunités» temporaires, triviales ou hypothétiques. Une poignée d'entreprises - dont Coca-Cola, Gillette et USA Interactive - ont commencé à «simplement dire non »À la pensée à court terme de Wall Street. Ces quelques tenues courageuses fournissent plus de détails sur leurs budgets actuels et leurs plans à long terme, tout en refusant de spéculer sur ce que les 90 prochains jours pourraient contenir. (Pour un modèle sur la façon dont une entreprise peut communiquer avec franchise et équité avec ses actionnaires, accédez à la base de données EDGAR à l'adresse www.sec.gov et consultez les documents 8-K déposés par Expeditors International de Washington, qui publie périodiquement sa superbe question-et -répondre aux dialogues avec les actionnaires.) Enfin, demandez si les pratiques comptables de l'entreprise sont conçues pour rendre ses résultats financiers transparents ou opaques. Si des charges «non récurrentes» continuent de se reproduire, des éléments «extraordinaires» surgissent si souvent qu'ils semblent ordinaires, des acronymes comme l'EBITDA ont priorité sur le résultat net, ou des bénéfices «pro forma» sont utilisés pour masquer les pertes réelles, vous cherchez peut-être une entreprise qui n'a pas encore appris à faire passer les intérêts à long terme de ses actionnaires en premier.

[9]

Solidité financière et structure du capital. La définition la plus élémentaire possible d'une bonne entreprise est la suivante: elle génère

plus de liquidités qu'elle n'en consomme. Les bons gestionnaires continuent de trouver des moyens de mettre cet argent à profit. À long terme, les entreprises qui répondent à cette définition sont pratiquement certaines de croître en valeur, peu importe ce que fait le marché boursier.

Commencez par lire l'état des flux de trésorerie dans le rapport annuel de l'entreprise. Voyez si les flux de trésorerie d'exploitation ont augmenté régulièrement au cours des 10 dernières années. Ensuite, vous pouvez aller plus loin. Warren Buffett a popularisé le concept des *gains* du *propriétaire,* ou revenu net plus l'amortissement et la dépréciation, moins les dépenses en capital normales. Comme le dit le gestionnaire de portefeuille Christopher Davis de Davis Selected Advisors, «si vous déteniez 100% de cette entreprise, combien d'argent auriez-vous en poche à la fin de l'année?» Parce qu'il ajuste les écritures comptables comme l'amortissement et la dépréciation qui n'affectent pas les soldes de trésorerie de l'entreprise, le bénéfice du propriétaire peut être une meilleure mesure que le bénéfice net déclaré. Pour affiner la définition du revenu du propriétaire, vous devez également soustraire du revenu net déclaré:

- les coûts d'attribution d'options d'achat d'actions, qui détournent les bénéfices des actionnaires existants entre les mains de nouveaux propriétaires internes
- tous frais «inhabituels», «non récurrents» ou «extraordinaires»
- tout «revenu» de la caisse de retraite de l'entreprise.

Si le bénéfice par action des propriétaires a augmenté à une moyenne stable d'au moins 6% ou 7% au cours des 10 dernières années, l'entreprise est un générateur stable de liquidités et ses perspectives de croissance sont bonnes.

Ensuite, regardez la structure du capital de l'entreprise. Tournez-vous vers le bilan pour voir le montant de la dette (y compris les actions privilégiées) de la société; en général, la dette à long terme devrait être inférieure à 50% du capital total. Dans les notes de bas de page des états financiers, déterminez si la dette à long terme est à taux fixe (avec des paiements d'intérêts constants) ou variable (avec des paiements qui fluctuent, ce qui pourrait devenir coûteux si les taux d'intérêt montaient).

Regardez dans le rapport annuel pour la pièce ou la déclaration montrant le «ratio des bénéfices aux frais fixes». Cette pièce dans le rapport annuel d'Amazon.com 2002 montre que les bénéfices d'Amazon ont chuté

de 145 millions de dollars par rapport à ses frais d'intérêt. À l'avenir, Amazon devra soit gagner beaucoup plus de ses opérations, soit trouver un moyen d'emprunter de l'argent à des taux inférieurs. Sinon, la société pourrait finir par appartenir non pas à ses actionnaires mais à ses obligataires, qui peuvent revendiquer les actifs d'Amazon s'ils n'ont pas d'autre moyen de garantir les paiements d'intérêts qui leur sont dus. (Pour être juste, le ratio des bénéfices d'Amazon par rapport aux charges fixes était beaucoup plus sain en 2002 que deux ans plus tôt, lorsque les bénéfices étaient inférieurs de 1,1 milliard de dollars au remboursement des dettes.)

Quelques mots sur les dividendes et la politique boursière (pour plus d'informations, voir le chapitre 19):

- La charge de la preuve incombe à l'entreprise de montrer que vous vous portez mieux si elle ne verse pas de dividende. Si l'entreprise a constamment surperformé la concurrence sur les bons et les mauvais marchés, les gestionnaires mettent clairement l'argent à profit. Si, cependant, les affaires fléchissent ou que le titre sous-performe ses rivaux, les gestionnaires et les administrateurs abusent de l'argent en refusant de verser un dividende.

- Les sociétés qui divisent à plusieurs reprises leurs actions - et battent en brèche ces divisions dans des communiqués de presse haletants - traitent leurs investisseurs comme des idiots. Comme Yogi Berra, qui voulait que sa pizza soit coupée en quatre tranches parce que «je ne pense pas que je puisse en manger huit», les actionnaires qui aiment le fractionnement d'actions ratent le sujet. Deux actions d'une action à 50 $ ne valent pas plus d'une action à 100 $. Les gestionnaires qui utilisent le fractionnement pour promouvoir leurs actions aident et encouragent les pires instincts du public investisseur, et l'investisseur intelligent réfléchira à deux fois avant de remettre de l'argent à de tels manipulateurs condescendants.[dix]

- Les entreprises devraient racheter leurs actions lorsqu'elles sont bon marché, et non lorsqu'elles atteignent ou atteignent des niveaux record. Malheureusement, il est récemment devenu trop courant pour les entreprises de racheter leur stock *lorsqu'il est surévalué.* Il n'y a plus de gaspillage cynique de la trésorerie d'une entreprise, car le véritable objectif de cette manœuvre est de permettre aux cadres supérieurs de récolter des jours de paie de plusieurs millions de dollars en vendant leurs propres options

d'achat d'actions au nom de «l'amélioration de la valeur pour les actionnaires».

Une quantité substantielle de preuves anecdotiques, en fait, suggère que les gestionnaires qui parlent de «renforcer la valeur pour les actionnaires» le font rarement. En investissant, comme dans la vie en général, la victoire ultime revient généralement aux faiseurs, pas aux causeurs.

Chapitre 12
Éléments à considérer au sujet du bénéfice par action

Ce chapitre commencera par deux conseils à l'investisseur qui ne peuvent éviter d'être contradictoires dans leurs implications. La première est la suivante: ne prenez pas au sérieux les revenus d'une seule année. La deuxième est la suivante: si vous faites attention aux bénéfices à court terme, recherchez les pièges dans les chiffres par action. Si notre premier avertissement était strictement suivi, le second serait inutile. Mais il est exagéré de s'attendre à ce que la plupart des actionnaires puissent relier toutes leurs décisions concernant les actions ordinaires au dossier à long terme et aux perspectives à long terme. Les chiffres trimestriels, et surtout les chiffres annuels, font l'objet d'une grande attention dans les milieux financiers, et cet accent ne peut manquer d'avoir un impact sur la pensée de l'investisseur. Il a peut-être besoin d'une éducation dans ce domaine, car il regorge de possibilités trompeuses.

Au moment de la rédaction de ce chapitre, le rapport sur les résultats de l'Aluminum Company of America (ALCOA) pour 1970 paraît dans le *Wall Street Journal.* Les premiers chiffres présentés sont

	1970	1969
Part des gains [a]	5,20 $	5,58 $

La petite [a] au début est expliqué dans une note de bas de page pour faire référence aux «gains primaires», avant les charges spéciales. Il y a beaucoup

plus de notes de bas de page; en fait, il occupe deux fois plus d'espace que les personnages de base eux-mêmes.

Pour le seul trimestre de décembre, le «bénéfice par action» est évalué à 1,58 $ en 1970 contre 1,56 $ en 1969.

L'investisseur ou le spéculateur intéressé par les actions ALCOA, à la lecture de ces chiffres, pourrait se dire: «Pas si mal. Je savais que 1970 était une année de récession dans l'aluminium. Mais le quatrième trimestre montre un gain par rapport à 1969, avec un bénéfice au rythme de 6,32 $ par an. Laisse moi voir. Le stock se vend à 62. Pourquoi, c'est moins de dix fois les bénéfices. Cela le rend assez bon marché, contre 16 fois pour International Nickel, etc., etc. »

Mais si notre ami investisseur spéculateur avait pris la peine de lire tous les documents dans la note de bas de page, il aurait constaté qu'au lieu d'un chiffre de bénéfice par action pour l'année 1970, il y en avait en fait *quatre, à* savoir:

	1970	1969
Gains primaires	5,20 $	5,58 $
Revenu net (après charges spéciales)	4,32	5,58
Entièrement dilué, avant charges spéciales	5,01	5.35
Entièrement dilué, après charges spéciales	4.19	5.35

Pour le seul quatrième trimestre, seuls deux chiffres sont donnés:

Gains primaires	1,58 $	1,56 $
Revenu net (après charges spéciales)	.70	1,56

Que signifient tous ces gains supplémentaires? Quels sont les véritables gains de l'année et du trimestre de décembre? Si ce dernier devait être pris

à 70 cents - le revenu net après charges spéciales - le taux annuel serait de 2,80 $ au lieu de 6,32 $, et le prix de 62 serait "22 fois les gains", au lieu des 10 fois que nous avons commencé.

On peut répondre assez facilement à une partie de la question des «véritables gains» de l'ALCOA. La réduction de 5,20 $ à 5,01 $, pour tenir compte des effets de la «dilution», est clairement demandée. ALCOA a une importante émission obligataire convertible en actions ordinaires; pour calculer le «pouvoir de gain» du commun, sur la base des résultats de 1970, il faut partir du principe que le privilège de conversion sera exercé s'il s'avère rentable pour les obligataires. Le montant impliqué dans l'image de l'ALCOA est relativement faible et ne mérite guère de commentaires détaillés. Mais dans d'autres cas, la prise en compte des droits de conversion - et l'existence de bons de souscription d'actions - peut réduire de moitié ou plus le bénéfice apparent. Nous présenterons ci-dessous des exemples d'un facteur de dilution vraiment significatif (page 411). (Les services financiers ne sont pas toujours cohérents dans leur provision pour le facteur de dilution dans leurs rapports et analyses.)[*]

Passons maintenant à la question des «frais spéciaux». Ce chiffre de 18 800 000 $, ou 88 cents par action, déduit au quatrième trimestre, n'est pas sans importance. Doit-elle être ignorée entièrement, ou entièrement comptabilisée comme une réduction des bénéfices, ou partiellement reconnue et partiellement ignorée? L'investisseur averti pourrait également se demander comment se fait-il qu'il y ait eu une épidémie virtuelle de telles imputations spéciales apparaissant après la fin de 1970, mais pas au cours des années précédentes? Aurait-il pu y avoir de belles mains italiennes[‡] au travail avec la comptabilité - mais toujours, bien sûr, dans les limites du permis? Lorsque nous regardons de près, nous pouvons constater que de telles pertes, imputées avant qu'elles ne se produisent réellement, peuvent être éliminées, pour ainsi dire, sans aucun effet malheureux sur les «gains primaires» passés ou futurs. Dans certains cas extrêmes, elles pourraient être utilisées faire apparaître les revenus ultérieurs près du double de la réalité - par un traitement plus ou moins prestidigitatif du crédit d'impôt en cause.

En ce qui concerne les charges spéciales de l'ALCOA, la première chose à établir est de savoir comment elles sont apparues. Les notes de bas de page sont suffisamment spécifiques. Les déductions provenaient de quatre sources, à savoir:

1. Estimation par la direction des coûts prévus de la fermeture de la division des produits manufacturés.

2. Idem pour la fermeture des usines d'ALCOA Castings Co.

3. Idem pour les pertes liées à la suppression progressive d'ALCOA Credit Co.

4. Également, des coûts estimatifs de 5,3 millions de dollars associés à l'achèvement du contrat pour un «mur-rideau».

Tous ces éléments sont liés aux coûts et pertes futurs. Il est facile de dire qu'ils ne font pas partie des «résultats d'exploitation réguliers» de 1970, mais si oui, à quelle place appartiennent-ils? Sont-ils si «extraordinaires et non récurrents» qu'ils n'appartiennent à nulle part? Une entreprise très répandue comme ALCOA, qui réalise une activité de 1,5 milliard de dollars par an, doit avoir de nombreuses divisions, départements, sociétés affiliées, etc. Ne serait-il pas normal plutôt qu'extraordinaire qu'un ou plusieurs d'entre eux s'avèrent non rentables et nécessitent la fermeture? De même pour des choses comme un contrat pour construire un mur. Supposons que chaque fois qu'une entreprise subit une perte sur une partie quelconque de ses activités, elle ait la brillante idée de l'imposer comme un «élément spécial» et de déclarer ainsi son «bénéfice primaire» par action de manière à n'inclure que ses contrats rentables et opérations? Comme le cadran solaire du roi Édouard VII, cela ne marquait que les «heures ensoleillées».*

Le lecteur doit noter deux aspects ingénieux de la procédure ALCOA dont nous avons discuté. La première est qu'en *anticipant les pertes futures,* l'entreprise échappe à la nécessité d'affecter les pertes elles-mêmes à une année identifiable. Ils n'appartiennent pas en 1970, car ils n'ont pas été réellement pris cette année-là. Et ils ne seront pas *montrés* dans l'année où ils sont effectivement pris, car ils ont déjà été prévus. Un travail soigné, mais ne serait-il pas juste un peu trompeur?

La note de bas de page de l'ALCOA ne dit rien sur les futures économies d'impôt découlant de ces pertes. (La plupart des autres déclarations de ce type indiquent spécifiquement que seul «l'effet après impôt» a été imputé.) Si le chiffre ALCOA représente les pertes futures avant le crédit d'impôt correspondant, alors non seulement les gains futurs seront libérés du poids de ces derniers (car ils sont réellement encourus), mais ils seront *majorés* d'un crédit d'impôt de quelque 50%. Il est difficile de croire que les comptes seront traités de cette façon. Mais il est un fait que certaines entreprises qui ont subi des pertes importantes dans le passé ont pu déclarer des bénéfices futurs sans leur imputer les impôts normaux, faisant ainsi apparaître de très beaux bénéfices, en s'appuyant paradoxalement assez sur leurs disgrâces passées. (Les crédits d'impôt

résultant *des* pertes *des années précédentes* sont désormais présentés séparément en tant que «postes spéciaux», mais ils entreront dans les statistiques futures dans le cadre du chiffre final du «revenu net». Cependant, une réserve est désormais constituée pour *les* pertes *futures* , s'il est *net* du crédit d'impôt prévu, ne devrait pas créer un ajout de ce type au revenu net des années ultérieures.)

L'autre caractéristique ingénieuse est l'utilisation par ALCOA et de nombreuses autres sociétés de la fin de l'année 1970 pour effectuer ces imputations spéciales. La Bourse a pris ce qui semblait être un bain de sang au premier semestre de 1970. Tout le monde s'attendait à des résultats relativement médiocres pour la plupart des entreprises. Wall Street s'attendait maintenant à de meilleurs résultats en 1971, 1972, etc. Quelle belle disposition, alors, pour imputer autant que possible sur la mauvaise année, qui avait déjà été radiée mentalement et avait pratiquement reculé dans le passé, laissant la voie clair pour des chiffres bien engraissés dans les prochaines années! C'est peut-être une bonne comptabilité, une bonne politique commerciale et une bonne relation entre la direction et les actionnaires. Mais nous avons des doutes persistants.

La combinaison d'opérations diversifiées largement (ou devrait-elle être sauvage?) Avec l'impulsion de nettoyer la maison à la fin de 1970 a produit des notes de bas de page étranges aux rapports annuels. Le lecteur peut être amusé par l'explication suivante donnée par une société de la Bourse de New York (qui restera anonyme) de ses «éléments spéciaux» totalisant 2 357 000 $, soit environ un tiers du revenu avant imputation: «Consiste en une provision pour clôture Spalding au Royaume-Uni; provision pour frais de réorganisation d'une division; les coûts de vente d'une petite entreprise de fabrication de babypants et de bavoirs, la cession d'une partie de son intérêt dans un établissement espagnol de location de voitures et la liquidation d'une entreprise de chaussures de ski. »*

Il y a des années, les entreprises solides avaient l'habitude de constituer des «réserves pour éventualités» à partir des bénéfices des *bonnes années* pour absorber certains des mauvais effets des années de dépression à venir. L'idée sous-jacente était d'égaliser plus ou moins le bénéfice déclaré et d'améliorer le facteur de stabilité dans le dossier de l'entreprise. Un motif valable, semble-t-il; mais les comptables se sont opposés, à juste titre, à cette pratique qui dénaturait les véritables gains. Ils ont insisté pour que les résultats de chaque année soient présentés tels quels, bons ou mauvais, et que les actionnaires et les analystes soient autorisés à faire eux-mêmes la moyenne ou l'égalisation. Nous semblons maintenant assister au

phénomène inverse, avec tout le monde en charge autant que possible contre 1970 oublié, afin de commencer 1971 avec une ardoise non seulement propre mais spécialement préparée à afficher des chiffres par action agréables dans les années à venir.

Il est temps de revenir à notre première question. Quels étaient alors les véritables gains d'ALCOA en 1970? La réponse exacte serait: les 5,01 $ par action, après «dilution», *moins la* partie des 82 cents de «charges spéciales» qui peuvent être correctement attribuées aux événements de 1970. Mais nous ne savons pas quelle est cette partie, et *donc nous ne pouvons pas indiquer correctement les véritables gains de l'année.* La direction et les auditeurs auraient dû nous donner leur meilleur jugement sur ce point, mais ils ne l'ont pas fait. De plus, la direction et les auditeurs auraient dû prévoir la déduction du solde de ces charges du *résultat ordinaire* d'un nombre approprié d'années futures, par exemple pas plus de cinq. Ils ne le feront évidemment pas non plus, car ils ont déjà disposé de la totalité de la somme en tant que charge spéciale pour 1970.

Plus les investisseurs prennent au sérieux les chiffres des bénéfices par action tels qu'ils sont publiés, plus il leur faut être prudents face à des facteurs comptables d'une nature ou d'une autre susceptibles de nuire à la véritable comparabilité des chiffres. Nous avons mentionné trois sortes de ces facteurs: l'utilisation de *charges spéciales,* qui ne se refléteront peut-être jamais dans le résultat par action, la réduction de la déduction *fiscale* normale en raison de pertes passées et le facteur de *dilution* implicite dans l'existence de quantités importantes de titres convertibles ou de bons de souscription. [1] Un quatrième élément qui a eu un effet significatif sur les bénéfices déclarés dans le passé est la méthode de traitement de l'amortissement, principalement entre les tableaux «linéaire» et «accéléré». Nous nous abstenons de détails ici. Mais comme exemple actuel au moment où nous écrivons, mentionnons le rapport de 1970 de Trane Co. Cette entreprise a montré une augmentation de près de 20% du bénéfice par action par rapport à 1969 - 3,29 $ contre 2,76 $ - mais la moitié de cela provenait du retour à l'ancien. des taux d'amortissement linéaire, moins contraignants pour les résultats que la méthode accélérée utilisée l'année précédente. (La société continuera d'utiliser le taux accéléré sur sa déclaration de revenus, différant ainsi les paiements d'impôt sur la différence.) Un autre facteur, parfois important, est le choix entre imputer les frais de recherche et de développement l'année où ils sont encourus ou amortis sur une période de plusieurs années. Enfin, mentionnons le choix entre les méthodes d'évaluation des stocks FIFO (premier entré, premier sorti) et LIFO (dernier entré, premier sorti).[*]

Une remarque évidente ici serait que les investisseurs ne devraient pas prêter attention à ces variables comptables si les montants impliqués sont relativement faibles. Mais Wall Street étant ce qu'elle est, même des articles assez mineurs en eux-mêmes peuvent être pris au sérieux. Deux jours avant la parution du rapport de l'ALCOA dans le *Wall Street Journal,* le journal avait une discussion assez approfondie sur la déclaration correspondante de Dow Chemical. Elle s'est terminée par l'observation que «de nombreux analystes» avaient été troublés par le fait que Dow avait inclus un élément de 21 cents dans les bénéfices réguliers pour 1969, au lieu de le traiter comme un élément de «revenu extraordinaire». Pourquoi tant d'histoires? Parce que, de toute évidence, les évaluations de Dow Chemical impliquant plusieurs millions de dollars au total semblaient dépendre exactement du pourcentage de gain pour 1969 par rapport à 1968 - dans ce cas, soit 9% soit 4½%. Cela nous paraît plutôt absurde; il est très peu probable que de petites différences impliquées dans les résultats d'une année puissent avoir une incidence sur les bénéfices ou la croissance moyens futurs et sur une évaluation prudente et réaliste de l'entreprise.

En revanche, considérons une autre déclaration apparaissant également en janvier 1971. Elle concernait le rapport de Northwest Industries Inc. pour 1970.* L'entreprise prévoyait de radier, à titre de frais spéciaux, pas moins de 264 millions de dollars d'un seul coup. De ce montant, 200 millions de dollars représentent la perte à prendre sur le projet de vente de la filiale ferroviaire à ses employés et le solde une dépréciation d'un récent achat d'actions. Ces sommes représenteraient une perte d'environ 35 $ par action ordinaire avant compensation de dilution, soit le double de son prix du marché alors en vigueur. Ici, nous avons quelque chose de vraiment significatif. Si la transaction est conclue et si les lois fiscales ne sont pas modifiées, cette perte prévue en 1970 permettra à Northwest Industries de réaliser environ 400 millions de dollars de bénéfices futurs (dans les cinq ans) de ses autres intérêts diversifiés sans payer d'impôt sur le revenu.* Quels seront alors les gains réels de cette entreprise; doivent-ils être calculés avec ou sans provision pour les près de 50% d'impôts sur le revenu qu'elle n'aura pas à payer? À notre avis, le mode de calcul approprié serait d'abord de considérer la capacité de gain indiquée sur la base de la totalité de l'impôt sur le revenu et de tirer une idée générale de la valeur des actions sur la base de cette estimation. À cela, il convient d'ajouter un chiffre bonus, représentant la valeur par action de l'exonération fiscale importante mais temporaire dont bénéficiera l'entreprise. (Il faut également tenir compte d'une éventuelle dilution à grande échelle dans ce cas. En fait, les émissions privilégiées convertibles et les bons de

souscription feraient plus que doubler les actions ordinaires en circulation si les privilèges étaient exercés.)

Tout cela peut être déroutant et ennuyeux pour nos lecteurs, mais cela appartient à notre histoire. La comptabilité d'entreprise est souvent délicate; l'analyse de la sécurité peut être compliquée; les évaluations des actions ne sont vraiment fiables que dans des cas exceptionnels.[‡] Pour la plupart des investisseurs, il serait probablement préférable de s'assurer qu'ils obtiennent un bon rapport qualité-prix pour les prix qu'ils paient, et de l'abandonner.

Utilisation des gains moyens

Dans le passé, les analystes et les investisseurs accordaient une attention considérable aux gains moyens sur une assez longue période dans le passé, généralement de sept à dix ans. Cette «figure moyenne»[*] a été utile pour aplanir les hauts et les bas fréquents du cycle économique, et il a été pensé pour donner une meilleure idée de la capacité de gain de l'entreprise que les résultats de la dernière année seulement. Un avantage important d'un tel processus de moyenne est qu'il résoudra le problème de ce qu'il faut faire à propos de presque tous les frais et crédits spéciaux. Ils devraient être *inclus* dans le salaire moyen. En effet, la plupart de ces pertes et gains représentent une partie de l'historique d'exploitation de l'entreprise. Si nous le faisons pour l'ALCOA, le bénéfice moyen pour 1961–1970 (dix ans) apparaîtrait comme 3,62 $ et pour les sept années 1964–1970 comme 4,62 $ par action. Si ces chiffres sont utilisés conjointement avec les notes de croissance et de stabilité des bénéfices au cours de la même période, ils pourraient donner une image vraiment informative des performances passées de l'entreprise.

Calcul du taux de croissance passé

Il est primordial que le facteur de croissance du bilan d'une entreprise soit pris en compte de manière adéquate. Lorsque la croissance a été importante, les bénéfices récents seront bien supérieurs à la moyenne sur sept ou dix ans, et les analystes peuvent considérer ces chiffres à long terme comme non pertinents. Ce n'est pas nécessairement le cas. Les gains peuvent être donnés en termes à la *fois* de la moyenne et le dernier chiffre. Nous suggérons que le taux de croissance lui-même soit calculé en comparant la *moyenne* des trois dernières années avec les chiffres correspondants dix ans plus tôt. (Lorsqu'il y a un problème de «frais ou crédits spéciaux», il peut être traité sur une base de compromis.) Notez le calcul suivant pour la croissance d'ALCOA par rapport à celle de Sears Roebuck et du groupe DJIA dans son ensemble.

Commentaire: Ces quelques chiffres pourraient faire l'objet d'une longue discussion. Ils montrent probablement, comme tous les autres, dérivés d'un traitement mathématique élaboré, la croissance réelle des gains pour la longue période 1958–1970. Mais dans quelle mesure ce chiffre, généralement considéré comme central dans les évaluations des actions ordinaires, est-il pertinent pour le cas de l'ALCOA? Son taux de croissance passé était excellent, en fait un peu meilleur que celui du célèbre Sears Roebuck et beaucoup plus élevé que celui du composite DJIA. Mais le prix du marché au début de 1971 ne semblait pas prêter attention à cette belle performance. ALCOA n'a vendu que 11½ fois la moyenne des trois dernières années, tandis que Sears a vendu 27 fois et le DJIA lui-même plus de 15 fois. Comment est-ce arrivé? De toute évidence, Wall Street a des opinions assez pessimistes sur l'évolution future des bénéfices de l'ALCOA, contrairement à son record passé. Étonnamment, le prix élevé de l'ALCOA remonte à 1959. Cette année-là, il s'est vendu à 116, soit 45 fois ses revenus. (Cela se compare à un prix élevé ajusté en 1959 de 25½ pour Sears Roebuck, soit 20 fois ses bénéfices d'alors.) Même si les bénéfices d'ALCOA ont affiché une excellente croissance par la suite, il est évident que dans ce cas, les possibilités futures ont été largement surestimées dans le prix du marché. . Il a fermé 1970 à exactement la moitié du sommet de 1959, tandis que Sears a triplé de prix et que le DJIA a augmenté de près de 30%.

TABLEAU 12-1

Il convient de souligner que les bénéfices de l'ALCOA sur les fonds de capital* n'avait été que moyenne ou inférieure, et cela peut être le facteur décisif ici. Des multiplicateurs élevés n'ont été *maintenus* en bourse que si l'entreprise a maintenu une rentabilité meilleure que la moyenne.

Appliquons à ce stade à l'ALCOA la suggestion que nous avons faite dans le chapitre précédent pour un «processus d'évaluation en deux parties».* Une telle approche aurait pu produire une «valeur de performance passée» pour ALCOA de 10% du DJIA, soit 84 $ par action par rapport au cours de clôture de 840 pour le DJIA en 1970. Sur cette base, les actions auraient semblé assez attrayantes à leur prix de 57¼.

Dans quelle mesure l'analyste principal aurait-il dû réduire la «valeur des performances passées» pour tenir compte des évolutions défavorables qu'il a vues à l'avenir? Franchement, nous n'en avons aucune idée. Supposons qu'il ait des raisons de croire que le bénéfice de 1971 serait aussi bas que 2,50 $ par action - une baisse importante par rapport au chiffre de 1970, par rapport à une avance attendue pour le DJIA. Très probablement, le marché boursier prendrait très au sérieux cette mauvaise performance, mais établirait-il vraiment la société jadis puissante Aluminium Company en tant qu'entreprise relativement *non rentable* , à évaluer moins que ses actifs corporels derrière les actions?‡ (En 1971, le prix est passé d'un maximum de 70 en mai à un minimum de 36 en décembre, contre une valeur comptable de 55.)

ALCOA est certainement une entreprise industrielle représentative de grande taille, mais nous pensons que son histoire de prix et de bénéfices est plus inhabituelle, voire contradictoire, que celle de la plupart des autres grandes entreprises. Pourtant, cette instance confirme dans une certaine mesure les doutes que nous avons exprimés dans le dernier chapitre quant à la fiabilité de la procédure d'évaluation lorsqu'elle est appliquée à l'entreprise industrielle type.

Commentaire sur le chapitre 12

> Vous pouvez vous faire arnaquer plus facilement par un mec avec un stylo que par un mec avec un pistolet.
>
> —*Bo Diddley*

Le jeu des chiffres

Même Graham aurait été surpris par la mesure dans laquelle les entreprises et leurs comptables ont repoussé les limites de la bienséance au cours des dernières années. Fortement compensés par des options d'achat d'actions, les cadres supérieurs ont réalisé qu'ils pourraient devenir fabuleusement riches simplement en augmentant les bénéfices de leur entreprise pendant

quelques années consécutives.[1] Des centaines d'entreprises ont violé l'esprit, sinon la lettre, des principes comptables - transformant leurs rapports financiers en charabia, dégageant des résultats moches avec des correctifs cosmétiques, des dépenses de camouflage ou des revenus de fabrication à partir de rien. Examinons certaines de ces pratiques peu recommandables.

Comme si!

Peut-être l'élément le plus répandu du hocus-pocus comptable était la mode des bénéfices «pro forma». Il y a un vieux dicton à Wall Street selon lequel toute mauvaise idée commence comme une bonne idée, et la présentation des résultats pro forma n'est pas différente. Le point de départ était de fournir une image plus vraie de la croissance à long terme des bénéfices en ajustant les écarts à court terme par rapport à la tendance ou les événements soi-disant «non récurrents». Un communiqué de presse pro forma pourrait, par exemple, montrer ce qu'une entreprise aurait gagné au cours de la dernière année si une autre entreprise qu'elle venait d'acquérir avait fait partie de la famille pendant les 12 mois entiers.

Mais, à mesure que les Naughty 1990 avançaient, les entreprises ne pouvaient tout simplement pas rester assez bien seules. Il suffit de regarder ces exemples de flim-flam pro forma:

- Pour le trimestre terminé le 30 septembre 1999, InfoSpace, Inc. a présenté son bénéfice pro forma comme s'il n'avait pas versé 159,9 millions de dollars en dividendes sur actions privilégiées.
- Pour le trimestre terminé le 31 octobre 2001, BEA Systems, Inc. a présenté son bénéfice pro forma comme s'il n'avait pas payé 193 millions de dollars en charges sociales sur les options d'achat d'actions exercées par ses employés.
- Pour le trimestre terminé le 31 mars 2001, JDS Uniphase Corp. a présenté son bénéfice pro forma comme si elle n'avait pas payé 4 millions de dollars en charges sociales, n'avait pas perdu 7 millions de dollars en investissant dans des actions pourries et n'avait pas engagé *2,5 milliards* de *dollars* en charges liées à fusions et fonds de commerce.

En bref, les bénéfices pro forma permettent aux entreprises de montrer dans quelle mesure elles auraient pu faire si elles n'avaient pas fait aussi mal qu'elles l'ont fait.[2] En tant qu'investisseur intelligent, la seule chose que vous devriez faire avec les bénéfices pro forma est de les ignorer.

Avide de reconnaissance

En 2000, Qwest Communications International Inc., le géant des télécommunications, semblait solide. Ses actions ont chuté de moins de 5% alors que le marché boursier a perdu plus de 9% cette année-là.

Mais les rapports financiers de Qwest ont eu une petite révélation étrange. À la fin de 1999, Qwest a décidé de reconnaître les revenus de ses annuaires téléphoniques dès la publication des annuaires téléphoniques, même si, comme le savent tous ceux qui ont déjà souscrit une annonce Pages Jaunes, de nombreuses entreprises paient ces annonces en versements mensuels. Abracadabra! Ce «changement de principe comptable» qui sonnait timidement a fait grimper le bénéfice net de 1999 de 240 millions de dollars après impôts - un cinquième de l'argent que Qwest a gagné cette année-là.

Comme un petit morceau de glace couronnant un iceberg submergé, la reconnaissance agressive des revenus est souvent un signe de dangers profonds et menaçants - et il en était de même pour Qwest. Au début de 2003, après avoir examiné ses états financiers précédents, la société a annoncé qu'elle avait prématurément constaté des bénéfices sur les ventes d'équipements, enregistré de manière incorrecte les coûts des services fournis par des étrangers, comptabilisé de manière inappropriée des coûts comme s'il s'agissait d'immobilisations plutôt que de dépenses et traité de manière injustifiée. l'échange d'actifs comme s'il s'agissait de ventes fermes. Tout compte fait, les revenus de Qwest pour 2000 et 2001 ont été surestimés de 2,2 milliards de dollars, dont 80 millions de dollars provenant du précédent «changement de principe comptable», qui a maintenant été annulé.[3]

Infractions capitales

À la fin des années 1990, Global Crossing Ltd. avait des ambitions illimitées. L'entreprise basée aux Bermudes construisait ce qu'elle a appelé le «premier réseau mondial intégré de fibres optiques» sur plus de 100 000 miles de câbles, largement posés sur le sol des océans du monde. Après avoir câblé le monde, Global Crossing vendrait à d'autres sociétés de communication le droit de transporter leur trafic sur son réseau de câbles. Rien qu'en 1998, Global Crossing a dépensé plus de 600 millions de dollars pour construire son réseau optique. Cette année-là, près d'un tiers du budget de construction a été imputé aux revenus en tant que dépense appelée «coût de la capacité vendue». Sans cette dépense de 178 millions de dollars, Global Crossing - qui a déclaré une perte nette de 96 millions de

dollars - aurait pu déclarer une perte nette bénéfice d'environ 82 millions de dollars.

L'année suivante, dit une note de bas de page fade dans le rapport annuel de 1999, Global Crossing "a lancé la comptabilité des contrats de service". Au lieu de cela, une grande partie de ces coûts de construction serait désormais traitée non pas comme une dépense d'exploitation mais comme une dépense en capital - augmentant ainsi l'actif total de l'entreprise, au lieu de diminuer son revenu net.[4]

Pouf! Dans une vague de la baguette, les actifs «immobilisations corporelles» de Global Crossing ont augmenté de 575 millions de dollars, tandis que son coût des ventes n'a augmenté que de 350 millions de dollars, même si la société dépensait de l'argent comme un marin ivre.

Les dépenses en immobilisations sont un outil essentiel pour les gestionnaires pour faire croître et améliorer une bonne entreprise. Mais les règles comptables malléables permettent aux gestionnaires de gonfler les bénéfices déclarés en transformant les dépenses d'exploitation normales en immobilisations. Comme le montre le cas de Global Crossing, l'investisseur intelligent doit être sûr de comprendre quoi et pourquoi une entreprise capitalise.

Une histoire d'inventaire

Comme de nombreux fabricants de puces à semi-conducteurs, Micron Technology, Inc. a subi une baisse de ses ventes après 2000. En fait, Micron a été si durement touchée par la chute de la demande qu'elle a dû commencer à réduire la valeur de ses stocks, car les clients l'ont clairement pas les vouloir au prix que Micron avait demandé. Au cours du trimestre terminé en mai 2001, Micron a réduit la valeur enregistrée de ses stocks de 261 millions de dollars. La plupart des investisseurs ont interprété la dépréciation non pas comme un coût d'exploitation normal ou récurrent, mais comme un événement inhabituel.

Mais regardez ce qui s'est passé après cela:

FIGURE 12-1

Un bloc de vieux copeaux

Source: rapports financiers de Micron Technology.

Micron a enregistré de nouvelles dépréciations de stocks au cours de chacun des six prochains trimestres. La dévaluation de l'inventaire de Micron était-elle un événement non récurrent ou était-elle devenue une maladie chronique? Les esprits raisonnables peuvent différer sur ce cas particulier, mais une chose est claire: l'investisseur intelligent doit toujours être sur ses gardes pour des coûts «non récurrents» qui, comme le lapin Energizer, ne font que continuer.[5]

La dimension pension

En 2001, SBC Communications, Inc., qui détient des participations dans Cingular Wireless, PacTel et Southern New England Telephone, a réalisé un bénéfice net de 7,2 milliards de dollars, une performance remarquable au cours d'une mauvaise année pour l'industrie des télécommunications débordée. Mais ce gain ne vient pas uniquement des activités de SBC. Un montant total de 1,4 milliard de dollars, soit 13% du revenu net de l'entreprise, provenait du régime de retraite de SBC.

Parce que la SBC avait plus d'argent dans le régime de retraite qu'elle n'en avait estimé nécessaire pour payer les avantages sociaux futurs de ses employés, la société a pu traiter la différence comme un revenu courant. Une raison simple de cet excédent: en 2001, la SBC a augmenté le taux de rendement qu'elle s'attendait à gagner sur les investissements du régime de retraite de 8,5% à 9,5%, ce qui a réduit le montant d'argent qu'elle devait mettre de côté aujourd'hui.

SBC a expliqué ses nouvelles attentes optimistes en notant que «pour chacune des trois années se terminant en 2001, notre rendement réel sur 10 ans des investissements dépassait 10%». En d'autres termes, nos rendements passés ont été élevés, supposons donc que nos rendements futurs le sera aussi. Mais cela a non seulement échoué aux tests de logique

les plus rudimentaires, mais il a volé face au fait que les taux d'intérêt étaient tombés à des creux presque records, déprimant les rendements futurs de la portion obligataire d'un portefeuille de pensions.

La même année, en fait, Berkshire Hathaway de Warren Buffett a *abaissé* le taux de rendement attendu de ses actifs de retraite de 8,3% à 6,5%. SBC était-elle réaliste en supposant que ses gestionnaires de fonds de pension pourraient surperformer considérablement le plus grand investisseur du monde? Probablement pas: en 2001, la caisse de retraite de Berkshire Hathaway a gagné 9,8%, mais la caisse de retraite de SBC a perdu 6,9%.[6]

Voici quelques considérations rapides pour l'investisseur intelligent: la «prestation de retraite nette» représente-t-elle plus de 5% du revenu net de l'entreprise? *(Dans l'affirmative, seriez-vous toujours à l'aise avec les autres gains de l'entreprise si ces gains de retraite disparaissaient dans les années à venir?)* Le «taux de rendement à long terme sur les actifs du régime» est-il raisonnable? *(En 2003, tout ce qui dépasse 6,5% est invraisemblable, tandis qu'un taux en hausse est carrément délirant.)*

Caveat Investor

Quelques conseils vous aideront à éviter d'acheter un stock qui se révèle être une bombe à retardement comptable:

Lisez à l'envers. Lorsque vous recherchez les rapports financiers d'une entreprise, commencez à lire sur la dernière page et avancez lentement vers l'avant. Tout ce que l'entreprise ne veut pas que vous trouviez est enterré dans le dos, c'est précisément pourquoi vous devriez y regarder en premier.

Lisez les notes. *N'achetez jamais* une action sans lire les notes de bas de page des états financiers du rapport annuel. Habituellement étiquetée «résumé des principales conventions comptables», une note clé décrit comment la société comptabilise les revenus, enregistre les stocks, traite les ventes à tempérament ou les contrats, dépense ses frais de commercialisation et rend compte des autres aspects majeurs de ses activités.[7] Dans les autres notes de bas de page, surveillez les informations à fournir sur la dette, les options d'achat d'actions, les prêts aux clients, les réserves contre les pertes et les autres «facteurs de risque» qui peuvent réduire considérablement les bénéfices. Parmi les choses qui devraient faire trembler vos antennes, il y a des termes techniques tels que «capitalisés», «différés» et «restructuration» - et des mots simples indiquant que l'entreprise a modifié ses pratiques comptables, comme «commencé», «changer», et "cependant". Aucun de ces mots ne signifie que vous ne

devriez pas acheter le stock, mais tous signifient que vous devez enquêter davantage. Assurez-vous de comparer les notes de bas de page avec celles des états financiers d'au moins une entreprise qui est un concurrent proche, pour voir à quel point les comptables de votre entreprise sont agressifs.

Lire la suite. Si vous êtes un investisseur entreprenant désireux de consacrer beaucoup de temps et d'énergie à votre portefeuille, vous vous devez d'en apprendre davantage sur l'information financière. C'est le seul moyen de minimiser vos chances d'être induit en erreur par un état des résultats sournois. Trois livres solides remplis d'exemples opportuns et spécifiques sont l' *analyse des états financiers de* Martin Fridson et Fernando Alvarez, le *jeu des chiffres financiers de* Charles Mulford et Eugene Comiskey et les manigances *financières de* Howard *Schilit.* [8]

Chapitre 13
Comparaison de quatre sociétés cotées

Dans ce chapitre, nous souhaitons présenter un exemple d'analyse de sécurité en fonctionnement. Nous avons sélectionné, plus ou moins au hasard, quatre sociétés qui se retrouvent successivement sur la liste de la Bourse de New York. Il s'agit d' ELTRA Corp. (fusion des entreprises Electric Autolite et Mergenthaler Linotype), Emerson Electric Co. (fabricant de produits électriques et électroniques), Emery Air Freight (transitaire national de fret aérien) et Emhart Corp. (à l'origine fabricant de machines d'embouteillage seulement, mais maintenant aussi dans le matériel de construction).[*] Il existe de grandes ressemblances entre les trois entreprises manufacturières, mais les différences semblent plus importantes. Il devrait y avoir suffisamment de variété dans les données financières et opérationnelles pour faire l'examen d'intérêt.

Dans le tableau 13-1, nous présentons un résumé de ce que les quatre sociétés vendaient sur le marché à la fin de 1970, et quelques chiffres sur leurs activités en 1970. Nous détaillons ensuite certains ratios clés, qui concernent d'une part la *performance* et d'autre part le *prix.* Un

commentaire est demandé sur la façon dont divers aspects du modèle de performance concordent avec le modèle de prix relatif. Enfin, nous passerons en revue les quatre sociétés, suggérant quelques comparaisons et relations et évaluant chacune en fonction des exigences d'un investisseur en actions ordinaires conservateur.

TABLEAU 13-2 Comparaison de quatre sociétés cotées

Le fait le plus frappant au sujet des quatre sociétés est que les ratios cours / bénéfices actuels varient beaucoup plus que leur performance opérationnelle ou leur situation financière. Deux des entreprises - ELTRA et Emhart - étaient à un prix modeste à seulement 9,7 fois et 12 fois le salaire moyen pour 1968–1970, contre un chiffre similaire de 15,5 fois pour le DJIA. Les deux autres - Emerson et Emery - ont affiché des multiples très élevés de 33 et 45 fois ces gains. Il y a forcément une explication à une telle différence, et cela se trouve dans la croissance supérieure des bénéfices des entreprises favorisées ces dernières années, en particulier par le transitaire. (Mais les chiffres de croissance des deux autres entreprises n'étaient pas insatisfaisants.)

Pour un traitement plus complet, examinons brièvement les principaux éléments de performance tels qu'ils apparaissent dans nos chiffres.

1. *Rentabilité.* (*a*) Toutes les sociétés affichent des résultats satisfaisants sur leur valeur comptable, mais les chiffres pour Emerson et Emery sont beaucoup plus élevés que pour les deux autres. Un taux de rendement élevé sur le capital investi va souvent de pair avec un taux de croissance annuel élevé du bénéfice par action.* Toutes les sociétés, à l'exception d'Emery, ont affiché de meilleurs bénéfices sur la valeur comptable en 1969 qu'en 1961; mais le chiffre d'Emery était exceptionnellement élevé au cours des deux années. (*b*) Pour les entreprises manufacturières, le chiffre d'affaires par dollar de chiffre d'affaires est généralement une indication de la force ou de la faiblesse relative. Nous utilisons ici le «ratio du bénéfice d'exploitation aux ventes», tel qu'il est indiqué dans les *rapports sur les actions cotées* de Standard & Poor's *.* Là encore, les résultats sont satisfaisants pour les quatre sociétés, avec une performance particulièrement impressionnante d'Emerson. Les changements entre 1961 et 1969 varient considérablement d'une entreprise à l'autre.

2. *Stabilité.* Nous le mesurons par la baisse maximale du bénéfice par action au cours de l'une des dix dernières années, par rapport à la moyenne des trois années précédentes. Aucune baisse ne se traduit par une stabilité à 100%, et cela a été enregistré par les deux préoccupations populaires. Mais les rétrécissements d' ELTRA et d'Emhart ont été assez modérés dans la «mauvaise année» 1970, s'élevant à seulement 8% chacun selon notre mesure, contre 7% pour le DJIA.

3. *Croissance.* Les deux sociétés à faible multiplicateur affichent des taux de croissance assez satisfaisants, dans les deux cas, faisant mieux que le groupe Dow Jones. Les chiffres ELTRA sont particulièrement

impressionnants lorsqu'ils sont comparés à son faible rapport prix / bénéfice. La croissance est bien sûr plus impressionnante pour la paire à multiplicateur élevé.

4. *Situation financière.* Les trois entreprises manufacturières sont en bonne santé financière, affichant un ratio d'actifs à court terme supérieur à 2 $ pour un passif à court terme de 1 $. Emery Air Freight a un ratio inférieur; mais il tombe dans une catégorie différente, et avec son bon dossier, il n'aurait aucun problème à réunir les fonds nécessaires. Toutes les entreprises ont une dette à long terme relativement faible. Note sur la «dilution»: Emerson Electric avait 163 millions de dollars de valeur marchande d'actions privilégiées convertibles à faible dividende en circulation à la fin de 1970. Dans notre analyse, nous avons tenu compte du facteur de dilution de la manière habituelle en traitant les actions privilégiées comme si elles étaient converties en commun. Cela a diminué le bénéfice récent d'environ 10 cents par action, soit quelque 4%.

5. *Dividendes.* Ce qui compte vraiment, c'est l'histoire de la continuation sans interruption. Le meilleur record ici est celui d'Emhart, qui n'a plus suspendu de paiement depuis 1902. Le record d' ELTRA est très bon, celui d'Emerson est très satisfaisant, Emery Freight est un nouveau venu. Les variations du pourcentage de versement ne semblent pas particulièrement importantes. Le rendement actuel du dividende est deux fois plus élevé sur la «paire bon marché» que sur la «paire chère», correspondant aux ratios cours / bénéfices.

6. *Historique des prix.* Le lecteur devrait être impressionné par le pourcentage d'avance indiqué dans le prix de ces quatre émissions, mesuré du plus bas au plus élevé au cours des 34 dernières années. (Dans tous les cas, le prix bas a été ajusté pour les fractionnements de stock ultérieurs.) Notez que pour le DJIA, la gamme de bas en haut était de l'ordre de 11 à 1; pour nos sociétés, l'écart a varié de «seulement» 17 à 1 pour Emhart à pas moins de 528 à 1 pour Emery Air Freight.* Ces multiples hausses de prix sont caractéristiques de la plupart de nos anciennes émissions d'actions ordinaires, et elles proclament les grandes opportunités de profit qui ont existé dans les marchés boursiers du passé. (Mais ils peuvent aussi indiquer à quel point les baisses des marchés baissiers étaient excessives avant 1950, lorsque les bas prix ont été enregistrés.) ELTRA et Emhart ont tous deux subi des baisses de prix de plus de 50% pendant la pause des prix de 1969-1970. Emerson et Emery ont connu des déclins graves, mais moins pénibles; le premier a rebondi pour atteindre un nouveau record historique avant la fin de 1970, le second au début de 1971.

Observations générales sur les quatre sociétés

Emerson Electric a une énorme valeur marchande totale, éclipsant les trois autres sociétés réunies.* C'est l'un de nos «géants de la bonne volonté», à commenter plus tard. Un analyste financier béni (ou handicapé) avec une bonne mémoire pensera à une analogie entre Emerson Electric et Zenith Radio, et ce ne serait pas rassurant. Car Zenith avait un brillant record de croissance depuis de nombreuses années; elle aussi s'est vendue sur le marché pour 1,7 milliard de dollars (en 1966); mais ses bénéfices sont tombés de 43 millions de dollars en 1968 à seulement la moitié en 1970, et lors de la grande vente de cette année-là, son prix a baissé à 22½ contre le précédent sommet de 89. Les valorisations élevées comportent des risques élevés.

Emery Air Freight doit être la plus prometteuse des quatre sociétés en termes de croissance future, pour que le rapport prix / bénéfice de près de 40 fois son bénéfice publié le plus élevé soit même partiellement justifié. La croissance passée, bien sûr, a été des plus impressionnantes. Mais ces chiffres peuvent ne pas être aussi significatifs pour l'avenir si l'on considère qu'ils ont commencé assez petit, avec seulement 570 000 $ de bénéfice net en 1958. Il s'avère souvent beaucoup plus difficile de continuer à croître à un rythme élevé après que le volume et les bénéfices ont déjà augmenté. à de grands totaux. L'aspect le plus surprenant de l'histoire d'Emery est que ses bénéfices et son prix du marché ont continué de croître rapidement en 1970, qui a été la pire année de l'industrie intérieure du transport aérien de passagers. Il s'agit certes d'une réalisation remarquable, mais elle soulève la question de savoir si les bénéfices futurs pourraient ne pas être vulnérables à des évolutions défavorables, à travers une concurrence accrue, des pressions pour de nouveaux accords entre les transitaires et les compagnies aériennes, etc. Une étude approfondie pourrait être nécessaire avant de porter un jugement sûr. transmis sur ces points, mais l'investisseur conservateur ne peut pas les laisser hors de son compte général.

Emhart et ELTRA . Emhart a fait mieux dans ses affaires que sur le marché boursier au cours des 14 dernières années. En 1958, il a vendu jusqu'à 22 fois le bénéfice actuel - à peu près le même ratio que pour le DJIA. Depuis, ses bénéfices ont triplé, contre une hausse de moins de 100% pour le Dow, mais son cours de clôture en 1970 n'était que d'un tiers au-dessus du plus haut de 1958, contre 43% pour le Dow. Le bilan d' ELTRA est quelque peu similaire. Il semble qu'aucune de ces sociétés ne possède de glamour ou de «sex-appeal» sur le marché actuel; mais dans toutes les données statistiques, elles apparaissent étonnamment bien. Leurs

perspectives d'avenir? Nous n'avons aucune remarque sage à faire ici, mais c'est ce que Standard & Poor's avait à dire sur les quatre sociétés en 1971:

ELTRA - «Perspectives à long terme: certaines opérations sont cycliques, mais une position concurrentielle établie et une diversification sont des facteurs de compensation.»

Emerson Electric - «Bien que le prix soit adéquat (à 71) dans les perspectives actuelles, les actions ont un attrait à long terme…. Une politique d'acquisitions continue, une position forte dans les domaines industriels et un programme international accéléré suggèrent une nouvelle progression des ventes et des bénéfices. »

Emery Air Freight - "Les actions semblent largement cotées (à 57) sur les perspectives actuelles, mais valent bien la peine d'être conservées pour le long pull."

Emhart - "Bien que restreint cette année par la baisse des dépenses en capital dans l'industrie des récipients en verre, les bénéfices devraient être aidés par un environnement commercial amélioré en 1972. Les actions valent la peine d'être détenues (à 34)."

Conclusions: De nombreux analystes financiers trouveront Emerson et Emery des actions plus intéressantes et attrayantes que les deux autres - principalement, peut-être, en raison de leur meilleure «action sur le marché» et, en second lieu, en raison de leur croissance récente plus rapide des bénéfices. Selon nos principes d'investissement conservateur, le premier n'est pas une raison valable de sélection - c'est quelque chose avec quoi les spéculateurs peuvent jouer. Le second a une validité, mais dans des limites. La croissance passée et les bonnes perspectives d'Emery Air Freight peuvent-elles justifier un prix plus de 60 fois ses revenus récents? [1] Notre réponse serait: Peut-être pour quelqu'un qui a fait une étude approfondie des possibilités de cette entreprise et qui a tiré des conclusions exceptionnellement fermes et optimistes. Mais *pas* pour l'investisseur prudent qui veut être raisonnablement sûr à l'avance qu'il ne commet pas l'erreur typique de Wall Street de trop d'enthousiasme pour une bonne performance des bénéfices et du marché boursier.[*] Les mêmes mises en garde semblent nécessaires dans le cas d'Emerson Electric, avec une référence spéciale à l'évaluation actuelle du marché de plus d'un milliard de dollars pour le facteur intangible, ou la capacité de gain, ici. Il faut ajouter

que «l'industrie électronique», jadis enfant blond de la Bourse, est en général tombée les jours désastreux. Emerson est une exception exceptionnelle, mais il devra continuer de l'être pendant de nombreuses années à l'avenir avant que le cours de clôture de 1970 ne soit pleinement justifié par ses performances ultérieures.

En revanche, ELTRA à 27 ans et Emhart à 33 ans ont tous les deux la marque de sociétés dont le prix est suffisant pour constituer des investissements raisonnablement protégés. Ici, l'investisseur peut, s'il le souhaite, se considérer essentiellement comme copropriétaire de ces entreprises, à un coût correspondant à ce que le bilan montre être l'argent investi.* Le taux de rémunération du capital investi est depuis longtemps satisfaisant; la stabilité des bénéfices également; le taux de croissance passé étonnamment ainsi. Les deux sociétés satisferont à nos sept exigences *statistiques* pour être incluses dans le portefeuille d'un investisseur défensif. Celles-ci seront développées dans le chapitre suivant, mais nous les résumons comme suit:

1. Taille adéquate.

2. Une situation financière suffisamment solide.

3. Poursuite des dividendes pendant au moins les 20 dernières années.

4. Aucun déficit de revenus au cours des dix dernières années.

5. Croissance sur dix ans d'au moins un tiers du bénéfice par action.

6. Prix de l'action pas plus de 1½ fois la valeur liquidative.

7. Prix pas plus de 15 fois le salaire moyen des trois dernières années.

Nous ne faisons aucune prédiction sur les résultats futurs d' ELTRA ou d'Emhart. Dans la liste diversifiée des actions ordinaires de l'investisseur, il est certain que certaines s'avéreront décevantes, et cela peut être le cas pour l'un ou les deux de cette paire. Mais la liste diversifiée elle-même, basée sur les principes de sélection ci-dessus, plus tout autre critère raisonnable que l'investisseur souhaitera appliquer, devrait fonctionner suffisamment bien au fil des ans. Au moins, une longue expérience nous le dit.

Une dernière observation: un analyste de sécurité expérimenté, même s'il acceptait notre raisonnement général sur ces quatre sociétés, aurait hésité à recommander qu'un détenteur d'Emerson ou d'Emery *échange* ses actions contre ELTRA ou Emhart à la fin de 1970 - à moins que le détenteur n'ait compris clairement la philosophie derrière la recommandation. Il n'y avait aucune raison de s'attendre à ce que dans un court laps de temps, le duo à faible multiplicateur surpasse les multiplicateurs à haut niveau. Ces derniers étaient bien pensés sur le marché et jouissaient donc d'un élan considérable derrière eux, qui pourrait se poursuivre pour une durée indéterminée. La base solide pour préférer ELTRA et Emhart à Emerson et Emery serait la conclusion mûrement réfléchie du client selon laquelle il préférait les investissements de type valeur aux investissements de type glamour. Ainsi, dans une large mesure, la politique d'investissement en actions ordinaires doit dépendre de l'attitude de l'investisseur individuel. Cette approche est traitée plus en détail dans notre prochain chapitre.

Commentaire sur le chapitre 13

> Dans l'Air Force, nous avons une règle: cocher six. Un gars vole le long, regarde dans toutes les directions et se sent très en sécurité. Un autre gars vole derrière lui (à «6 heures» - «12 heures» est directement devant) et tire. La plupart des avions sont abattus de cette façon. Penser que vous êtes en sécurité est très dangereux! Quelque part, il y a une faiblesse que vous devez trouver. Vous devez toujours vérifier six heures.
>
> —*Le général Donald Kutyna de l'US Air Force*

Affaires électroniques

Comme Graham l'a fait, comparons et contrastons quatre actions, en utilisant leurs chiffres déclarés au 31 décembre 1999 - une période qui nous permettra de voir certains des extrêmes les plus drastiques de valorisation jamais enregistrés sur le marché boursier.

Emerson Electric Co. (symbole boursier: EMR) a été fondée en 1890 et est le seul membre survivant du quatuor original de Graham; il fabrique une large gamme de produits, y compris des outils électriques, des équipements de climatisation et des moteurs électriques.

EMC Corp. (symbole boursier: EMC) remonte à 1979 et permet aux entreprises d'automatiser le stockage d'informations électroniques sur des réseaux informatiques.

Expeditors International of Washington, Inc. (symbole boursier: EXPD), fondée à Seattle en 1979, aide les expéditeurs à organiser et à suivre le mouvement des marchandises dans le monde.

Exodus Communications, Inc. (symbole boursier: EXDS) héberge et gère des sites Web pour les entreprises, ainsi que d'autres services Internet; elle a vendu ses actions au public en mars 1998.

Ce tableau résume le prix, la performance et la valorisation de ces sociétés à fin 1999:

Électrique, pas électrifiant

Le plus cher des quatre titres de Graham, Emerson Electric, s'est révélé le moins cher de notre groupe mis à jour. Avec sa base dans les industries de la vieille économie, Emerson avait l'air ennuyeux à la fin des années 1990. (À l'ère d'Internet, qui se souciait des aspirateurs humides-secs lourds d'Emerson?) Les actions de la société ont été suspendues. En 1998 et 1999, les actions d'Emerson ont accusé un retard de 49,7 points de pourcentage sur l'indice S & P 500, une misérable sous-performance.

Mais c'était Emerson le stock. Qu'en est-il de la société Emerson? En 1999, Emerson a vendu pour 14,4 milliards de dollars de biens et services, en hausse de près d'un milliard de dollars par rapport à l'année précédente. Sur ces revenus, Emerson a réalisé un bénéfice net de 1,3 milliard de dollars, soit 6,9% de plus qu'en 1998. Au cours des cinq années précédentes, le bénéfice par action avait augmenté à un taux moyen robuste de 8,3%. Le dividende d'Emerson avait plus que doublé pour atteindre 1,30 $ par action; la valeur comptable était passée de 6,69 $ à 14,27 $ par action. Selon Value Line, tout au long des années 90, la marge bénéficiaire nette et le rendement du capital d'Emerson - mesures clés de son efficacité en tant qu'entreprise - étaient restés vigoureusement élevés, autour de 9% et 18% respectivement. De plus, Emerson avait augmenté ses bénéfices pendant 42 années consécutives et avait augmenté son dividende pendant 43 années consécutives, l'une des plus longues phases de croissance régulière des affaires américaines. À la fin de l'année, les actions d'Emerson étaient évaluées à 17,7 fois le bénéfice net par action de la société. Comme ses outils électriques, Emerson n'a jamais été flashy, mais il était fiable et ne montrait aucun signe de surchauffe.

EMC pourrait-il développer PDQ?

EMC Corp. était l'un des titres les plus performants des années 90, avec une augmentation - ou devrions-nous dire en lévitation? - de plus de 81 000%. Si vous aviez investi 10 000 $ dans les actions d'EMC au début de 1990, vous auriez terminé 1999 avec un peu plus de 8,1 millions de dollars. Les actions d'EMC ont enregistré un retour de 157,1% en 1999, soit plus que les actions d'Emerson avaient gagné au cours des huit années de 1992 à 1999 combinées. EMC n’a jamais versé de dividende, mais a conservé tous ses bénéfices «pour fournir des fonds pour la croissance continue de l’entreprise».[1] Au prix de 54,625 $ au 31 décembre, les actions d'EMC se négociaient à 103 fois les bénéfices que la société rapporterait pour l'année entière, soit près de six fois le niveau de valorisation des actions d'Emerson.

Qu'en est-il d'EMC, l'entreprise? Les revenus ont augmenté de 24% en 1999, atteignant 6,7 milliards de dollars. Son bénéfice par action a grimpé à 92 cents contre 61 cents l'année précédente, soit une augmentation de 51%. Au cours des cinq années se terminant en 1999, les bénéfices d'EMC ont augmenté à un rythme annuel effarant de 28,8%. Et, tout le monde s'attendant à ce que le raz de marée du commerce sur Internet continue de rouler, l'avenir semblait encore plus prometteur. Tout au long de 1999, le directeur général d'EMC a prédit à plusieurs reprises que les revenus atteindraient 10 milliards de dollars en 2001, contre 5,4 milliards de dollars en 1998.[2] Cela nécessiterait une croissance annuelle moyenne de 23%, un taux d'expansion monstrueux pour une si grande entreprise. Mais les analystes de Wall Street et la plupart des investisseurs étaient convaincus qu'EMC pouvait le faire. Après tout, au cours des cinq dernières années, EMC a plus que doublé ses revenus et mieux que triplé son bénéfice net.

Mais de 1995 à 1999, selon Value Line, la marge bénéficiaire nette d'EMC est passée de 19,0% à 17,4%, tandis que son rendement sur le capital est passé de 26,8% à 21%. Bien qu'encore très rentable, EMC glissait déjà. Et en octobre 1999, EMC a acquis Data General Corp., ce qui a ajouté environ 1,1 milliard de dollars aux revenus d’EMC cette année-là. En soustrayant simplement les revenus supplémentaires générés par Data General, nous pouvons voir que le volume des activités existantes d'EMC est passé de 5,4 milliards de dollars en 1998 à seulement 5,6 milliards de dollars en 1999, soit une augmentation de seulement 3,6%. En d'autres termes, le véritable taux de croissance d'EMC était presque nul, même au cours d'une année où la peur du bogue informatique «Y2K» avait conduit de nombreuses entreprises à dépenser des sommes record pour de nouvelles technologies.[3]

Un simple coup de fret

Contrairement à EMC, Expeditors International n'avait pas encore appris à léviter. Bien que les actions de la société aient augmenté de 30% par an dans les années 1990, une grande partie de ce gain important était arrivée à la toute fin, alors que l'action atteignait un rendement de 109,1% en 1999. L'année précédente, les actions d'Expeditors n'avaient augmenté que de 9,5% , traînant l'indice S & P 500 de plus de 19 points de pourcentage.

Et l'entreprise? Expeditors connaît en effet une croissance rapide: depuis 1995, ses revenus ont augmenté à un taux annuel moyen de 19,8%, triplant presque sur la période pour terminer 1999 à 1,4 milliard de dollars. Et le bénéfice par action avait augmenté de 25,8% par an, tandis que les dividendes avaient augmenté à un clip annuel de 27%. Expeditors

n'avait pas de dette à long terme et son fonds de roulement avait presque doublé depuis 1995. Selon Value Line, la valeur comptable par action d'Expeditors avait augmenté de 129% et son rendement sur le capital avait augmenté de plus d'un tiers pour atteindre 21%.

À tous égards, Expeditors était une entreprise superbe. Mais la petite entreprise d'expédition de fret, avec sa base à Seattle et une grande partie de ses opérations en Asie, était pratiquement inconnue à Wall Street. Seulement 32% des actions étaient détenues par des investisseurs institutionnels; en fait, Expeditors ne comptait que 8 500 actionnaires. Après avoir doublé en 1999, l'action était cotée à 39 fois le revenu net que les expéditeurs gagneraient pour l'année, plus loin d'être bon marché, mais bien en deçà de la vertigineuse valorisation d'EMC.

La terre promise?

Fin 1999, Exodus Communications semblait avoir emmené ses actionnaires directement au pays du lait et du miel. Le titre a grimpé de 1 005,8% en 1999, suffisamment pour transformer un investissement de 10 000 $ le 1er janvier en plus de 110 000 $ d'ici le 31 décembre. Les principaux analystes Internet de Wall Street, y compris le très influent Henry Blodget de Merrill Lynch, prédisaient que le titre augmenterait encore 25% à 125% au cours de la prochaine année.

Et le meilleur de tous, aux yeux des commerçants en ligne qui se sont gorgés des gains d'Exodus, était le fait que le titre avait été divisé 2 fois pour 1 trois fois en 1999. Dans un fractionnement d'actions 2 pour 1, une entreprise double le nombre d'actions et divise par deux leur prix. Un actionnaire finit donc par détenir deux fois plus d'actions, chacune au prix de la moitié du niveau précédent. Qu'est-ce qui est si génial? Imaginez que vous m'ayez remis un centime, puis je vous ai rendu deux nickels et demandé: «Ne vous sentez-vous pas plus riche maintenant?» Vous concluriez probablement soit que j'étais un idiot, soit que je vous avais pris pour un. Et pourtant, dans la frénésie de 1999 sur les actions dot-com, les commerçants en ligne ont agi exactement comme si deux nickels avaient plus de valeur qu'un centime. En fait, juste la nouvelle qu'une action se partagerait 2 pour 1 pourrait faire grimper instantanément ses actions de 20% ou plus.

Pourquoi? Parce que d' obtenir plus d' actions rend les gens se *sentent* plus riches. Quelqu'un qui a acheté 100 actions d'Exodus en janvier les a vus se transformer en 200 lors de la scission des actions en avril; puis ces 200 se sont transformés en 400 en août; puis le 400 est

devenu 800 en décembre. C'était excitant pour ces personnes de se rendre compte qu'elles avaient obtenu 700 actions supplémentaires juste pour en posséder 100 au départ. Pour eux, cela ressemblait à «trouver de l'argent» - sans oublier que le prix par action avait été divisé par deux à chaque fractionnement.[4] En décembre 1999, un actionnaire exodé exalté, qui est allé par la poignée «givemeadollar», a exulté sur un babillard en ligne: «Je vais détenir ces actions jusqu'à 80 ans, [parce que] après avoir divisé des centaines de au cours des prochaines années, je serai sur le point de devenir PDG. »[5]

Et Exodus, l'entreprise? Graham ne l'aurait pas touché avec un poteau de 10 pieds et un costume Haz-Mat. Les revenus d'Exodus explosaient, passant de 52,7 millions de dollars en 1998 à 242,1 millions de dollars en 1999, mais il a perdu 130,3 millions de dollars sur ces revenus en 1999, soit près du double de sa perte l'année précédente. Exodus avait une dette totale de 2,6 milliards de dollars et était tellement affamé de liquidités qu'il a emprunté 971 millions de dollars rien qu'en décembre. Selon le rapport annuel d'Exodus, ce nouvel emprunt ajouterait plus de 50 millions de dollars à ses paiements d'intérêts au cours de l'année à venir. L'entreprise a commencé 1999 avec 156 millions de dollars en espèces et, même après avoir levé 1,3 milliard de dollars de nouveaux financements, a terminé l'année avec un solde de trésorerie de 1 milliard de dollars, ce qui signifie que ses entreprises avaient dévoré plus de 400 millions de dollars en espèces en 1999. Comment une telle l'entreprise a-t-elle déjà payé ses dettes?

Mais, bien sûr, les commerçants en ligne étaient déterminés à savoir dans quelle mesure et à quelle vitesse le *stock* avait augmenté, et non à savoir si l' *entreprise* était en bonne santé. "Ce titre", s'est vanté un trader en utilisant le nom d'écran de "Launch_Pad 1999", "va continuer à grimper à l'infini et au-delà."[6]

L'absurdité de la prédiction de Launch_Pad - qu'est-ce qui est «au-delà» de l'infini? - est le parfait rappel de l'un des avertissements classiques de Graham. «L'investisseur d'aujourd'hui», nous dit Graham,

est tellement soucieux d'anticiper l'avenir qu'il le paie déjà largement à l'avance. Ainsi, ce qu'il a projeté avec tant d'étude et de soins peut effectivement se produire et ne pas lui apporter de profit. S'il ne se matérialise pas dans la mesure attendue, il pourrait en fait être confronté à une grave perte temporaire et peut-être même permanente. »[sept]

Où les Es se sont retrouvés

Comment ces quatre actions ont-elles performé après 1999?

Emerson Electric a continué à gagner 40,7% en 2000. Bien que les actions aient perdu de l'argent en 2001 et 2002, elles ont néanmoins terminé 2002 moins de 4% en dessous de leur prix final de 1999.

EMC a également augmenté en 2000, gagnant 21,7%. Mais ensuite, les actions ont perdu 79,4% en 2001 et 54,3% en 2002. Cela les a laissés 88% en dessous de leur niveau à la fin de 1999. Qu'en est-il des prévisions de 10 milliards de dollars de revenus d'ici 2001? EMC a terminé cette année avec des revenus de seulement 7,1 milliards de dollars (et une perte nette de 508 millions de dollars).

Pendant ce temps, comme si le marché baissier n'existait même pas, les actions d'Expeditors International ont continué à gagner 22,9% en 2000, 6,5% en 2001 et 15,1% supplémentaires en 2002, terminant cette année-là près de 51% de plus que leur prix à la fin de 1999.

Les actions d'Exodus ont perdu 55% en 2000 et 99,8% en 2001. Le 26 septembre 2001, Exodus a déposé une demande de protection contre la faillite (Chapter 11). La plupart des actifs de l'entreprise ont été achetés par Cable & Wireless, le géant britannique des télécommunications. Au lieu de livrer ses actionnaires à la terre promise, Exodus les a exilés dans le désert. Au début de 2003, la dernière transaction sur les actions d'Exodus était à un sou par action.

Chapitre 14
Sélection des titres pour l'investisseur défensif

Il est temps de se tourner vers des applications plus larges des techniques d'analyse de sécurité. Comme nous avons déjà décrit en termes généraux les politiques d'investissement recommandées pour nos deux catégories d'investisseurs,[*] il serait logique pour nous d'indiquer maintenant comment l'analyse de la sécurité entre en jeu afin de mettre en œuvre ces politiques. L'investisseur défensif qui suit nos suggestions n'achètera que des obligations de haute qualité ainsi qu'une liste diversifiée des principales

actions ordinaires. Il doit s'assurer que le prix auquel il a acheté ce dernier n'est pas excessivement élevé au vu des normes applicables.

Pour établir cette liste diversifiée, il a le choix entre deux approches, le portefeuille de type DJIA et le portefeuille testé quantitativement. Dans le premier, il acquiert un véritable échantillon représentatif des principales émissions, qui comprendra à la fois certaines sociétés de croissance privilégiées, dont les actions se vendent à des multiplicateurs particulièrement élevés, ainsi que des entreprises moins populaires et moins chères. Cela pourrait être fait, le plus simplement peut-être, en achetant les mêmes quantités de l'ensemble des trente émissions de la DowJones Industrial Average (DJIA). Dix parts de chacune, au niveau 900 pour la moyenne, coûteraient un total d'environ 16 000 $. [1] Sur la base des antécédents, il pourrait s'attendre à peu près aux mêmes résultats futurs en achetant des actions de plusieurs fonds d'investissement représentatifs.[‡]

Son deuxième choix serait d'appliquer un ensemble de normes à chaque achat, pour s'assurer qu'il obtient (1) un minimum de *qualité* dans les performances passées et la situation financière actuelle de l'entreprise, et aussi (2) un minimum de *quantité* en termes de bénéfices et d'actifs par dollar de prix. À la fin du chapitre précédent, nous avons énuméré sept de ces critères de qualité et de quantité suggérés pour la sélection de stocks communs spécifiques. Décrivons-les dans l'ordre.

1. Taille adéquate de l'entreprise

Tous nos chiffres minimum doivent être arbitraires et surtout en matière de taille requise. Notre idée est d'exclure les petites entreprises qui peuvent être sujettes à des vicissitudes plus que la moyenne, en particulier dans le domaine industriel. (Il existe souvent de bonnes possibilités dans de telles entreprises, mais nous ne les considérons pas comme adaptées aux besoins de l'investisseur défensif.) Utilisons des montants ronds: pas moins de 100 millions de dollars de ventes annuelles pour une entreprise industrielle et, pas moins de 50 millions de dollars de l'actif total pour un service public.

2. Une situation financière suffisamment solide

Pour les entreprises industrielles, l'actif à court terme devrait représenter au moins le double du passif à court terme, ce qu'on appelle un ratio courant de deux pour un. De plus, la dette à long terme ne doit pas dépasser l'actif net courant (ou «fonds de roulement»). Pour les services

publics, la dette ne doit pas dépasser le double des fonds propres (à la valeur comptable).

3. Stabilité des gains

Certains bénéfices pour les actions ordinaires au cours de chacune des dix dernières années.

4. Registre des dividendes

Paiements ininterrompus depuis au moins 20 ans.

5. Croissance des bénéfices

Une augmentation minimale d'au moins un tiers du bénéfice par action au cours des dix dernières années en utilisant des moyennes sur trois ans au début et à la fin.

6. Ratio prix / bénéfice modéré

Le prix actuel ne devrait pas être supérieur à 15 fois le salaire moyen des trois dernières années.

7. Ratio modéré du prix aux actifs

Le prix actuel ne doit pas être supérieur à 1½ fois la dernière valeur comptable déclarée. Cependant, un multiplicateur de revenus inférieur à 15 pourrait justifier un multiplicateur d'actifs d'autant plus élevé. En règle générale, nous suggérons que le *produit* du multiplicateur multiplié par le rapport entre le prix et la valeur comptable ne devrait pas dépasser 22,5. (Ce chiffre correspond à 15 fois les bénéfices et 1½ fois la valeur comptable. Il admettrait un problème se vendant à seulement 9 fois les bénéfices et 2,5 fois la valeur des actifs, etc.)

G ENERALITES C OMMENTAIRES: Ces exigences sont mis en place spécialement pour les besoins et le tempérament des investisseurs défensifs. Ils élimineront la grande majorité des actions ordinaires comme candidats au portefeuille, et de deux manières opposées. D'une part, ils excluront les entreprises qui sont (1) trop petites, (2) dans une situation financière relativement faible, (3) avec un stigmate déficitaire dans leur record de dix ans, et (4) n'ayant pas une longue histoire de continuité dividendes. Parmi ces tests, les plus sévères dans les conditions financières récentes sont ceux de la solidité financière. Un nombre considérable de nos grandes entreprises anciennement fortement implantées ont affaibli leur ratio actuel ou ont surendetté, ou les deux, ces dernières années.

Nos deux derniers critères sont exclusifs dans la direction opposée, en exigeant plus de bénéfices et plus d'actifs par dollar de prix que les émissions populaires ne fourniront. Ce n'est en aucun cas le point de vue standard des analystes financiers; en fait, la plupart insisteront pour que même les investisseurs conservateurs soient prêts à payer des prix généreux pour les actions des sociétés de choix. Nous avons exposé notre point de vue contraire ci-dessus; elle repose en grande partie sur l'absence d'un *facteur de sécurité* adéquat lorsqu'une partie trop importante du prix doit dépendre de revenus toujours croissants à l'avenir. Le lecteur devra décider lui-même de cette importante question - après avoir pesé les arguments des deux côtés.

Nous avons néanmoins opté pour l'inclusion d'une modeste exigence de croissance au cours de la dernière décennie. Sans elle, l'entreprise type ferait preuve de régression, du moins en termes de profit par dollar de capital investi. Il n'y a aucune raison pour que l'investisseur défensif inclue de telles sociétés - bien que si le prix est suffisamment bas, elles pourraient être considérées comme des opportunités de négocier.

Le chiffre *maximum* suggéré de 15 fois les bénéfices pourrait bien aboutir à un portefeuille typique avec un multiplicateur *moyen* de, disons, 12 à 13 fois. Notez qu'en février 1972, American Tel. & Tél. vendu à 11 fois ses bénéfices sur trois ans (et actuels) et Standard Oil of California à moins de 10 fois ses derniers bénéfices. Notre recommandation de base est que le portefeuille d'actions, une fois acquis, devrait avoir un rapport bénéfice / prix global - l'inverse du ratio P / E - au moins aussi élevé que le taux actuel des obligations à haute teneur. Cela signifierait un ratio P / E non supérieur à 13,3 contre un rendement obligataire AA de 7,5%.[*]

Application de nos critères au DJIA fin 1970

Tous nos critères suggérés étaient satisfaits par les problèmes de DJIA à la fin de 1970, mais deux d'entre eux à peine. Voici une enquête basée sur le cours de clôture de 1970 et les chiffres correspondants. (Les données de base pour chaque entreprise sont présentées dans les tableaux 14-1 et 14-2.)

1. La taille est plus que suffisante pour chaque entreprise.

2. La situation financière est adéquate dans l' *ensemble,* mais pas pour chaque entreprise. [2]

3. Un dividende a été versé par chaque entreprise depuis au moins 1940. Cinq des records de dividendes remontent au siècle dernier.

4. Les gains agrégés sont restés relativement stables au cours de la dernière décennie. Aucune des sociétés n'a signalé de déficit au cours de la période prospère 1961-1969, mais Chrysler a affiché un léger déficit en 1970.

5. La croissance totale - en comparant les moyennes sur trois ans à une décennie d'intervalle - était de 77%, soit environ 6% par an. Mais cinq des entreprises n'ont pas progressé d'un tiers.

6. Le ratio du prix de fin d'année sur le bénéfice moyen sur trois ans était de 839 à 55,5 $ ou de 15 à 1, exactement à notre limite supérieure suggérée.

7. Le rapport entre le prix et la valeur liquidative était de 839 à 562, ce qui correspond également à notre limite suggérée de 1½ à 1.

TABLEAU 14-1 Données de base sur 30 stocks de la moyenne industrielle de Dow Jones au 30 septembre 1971

Si, toutefois, nous souhaitons appliquer les sept mêmes critères à chaque entreprise individuelle, nous constaterions que seulement cinq d'entre eux répondraient à *toutes* nos exigences. Ce serait: American Can, American Tel. & Tel., Anaconda, Swift et Woolworth. Les totaux pour ces cinq éléments figurent au tableau 14-3. Naturellement, ils font un bien meilleur résultat statistique que le DJIA dans son ensemble, sauf dans le passé taux de croissance. [3]

Notre application de critères spécifiques à ce groupe restreint de stocks industriels indique que le nombre correspondant à chacun de nos tests représentera un pourcentage relativement faible de *tous* les problèmes industriels répertoriés. Nous risquons de supposer qu'une centaine de numéros de ce type auraient pu être trouvés dans le Standard & Poor's *Stock Guide* à la fin de 1970, à peu près assez pour fournir à l'investisseur une gamme satisfaisante de choix personnels.[*]

La «solution» d'utilité publique

Si nous nous tournons maintenant vers le domaine des actions d'utilité publique, nous trouvons une situation beaucoup plus confortable et accueillante pour l'investisseur.[‡] Ici, la grande majorité des émissions semblent être résolues, par leur historique de performance et leurs ratios de prix, conformément aux besoins de l'investisseur défensif tel que nous les jugeons. Nous excluons un critère de nos tests sur les actions d'utilité publique, à savoir le rapport des actifs courants aux passifs courants. Le facteur fonds de roulement prend soin de lui-même dans cette industrie dans le cadre du financement continu de sa croissance par la vente d'obligations et d'actions. Nous avons besoin d'une proportion adéquate de capital-actions par rapport à la dette. [4]

Le tableau 14-4 présente un résumé des 15 problèmes de la moyenne des services publics de Dow Jones. À titre de comparaison, le tableau 14-5 donne une image similaire d'une sélection aléatoire de quinze autres services publics tirés de la liste de la Bourse de New York.

Au début de 1972, l'investisseur défensif aurait pu avoir un choix assez large d'actions ordinaires de services publics, dont chacune aurait répondu à nos exigences de performance et de prix. Ces sociétés lui ont offert tout ce qu'il avait le droit d'exiger à partir d'investissements en actions ordinaires

simplement choisis. En comparaison avec les grandes entreprises industrielles représentées par le DJIA, elles ont offert un record de croissance passée presque aussi bon, ainsi que de plus petites fluctuations des chiffres annuels, à un prix inférieur par rapport aux bénéfices et aux actifs. Le rendement du dividende a été nettement plus élevé. La position des services publics en tant que monopoles réglementés est assurément plus un avantage qu'un inconvénient pour l'investisseur conservateur. En vertu de la loi, ils ont le droit de facturer des taux suffisamment rémunérateurs pour attirer les capitaux dont ils ont besoin pour leur expansion continue, ce qui implique des compensations adéquates aux coûts gonflés. Bien que le processus de réglementation ait souvent été lourd et peut-être dilatoire, il n'a pas empêché les services publics de tirer un rendement équitable de leur capital investi croissant pendant de nombreuses décennies.

Pour l'investisseur défensif, l'attrait central des actions d'utilité publique à l'heure actuelle devrait être leur disponibilité à un prix modéré par rapport à la valeur comptable. Cela signifie qu'il peut ignorer les considérations boursières, s'il le souhaite, et se considérer principalement comme un copropriétaire d'entreprises bien établies et bien rémunérées. Les cotations du marché sont toujours là pour lui pour profiter des moments propices, soit pour des achats à des niveaux bas inhabituellement attractifs, soit pour des ventes lorsque leurs prix semblent définitivement trop élevés.

Le bilan du marché des indices de services publics - condensé dans le tableau 14-6, ainsi que ceux d'autres groupes - indique qu'il y avait de nombreuses possibilités de profit dans ces investissements dans le passé. Bien que la hausse n'ait pas été aussi importante que dans l'indice industriel, les services publics individuels ont montré une plus grande stabilité des prix dans la plupart des périodes que les autres groupes.* Il est frappant de constater dans ce tableau que les ratios prix / bénéfices relatifs des industriels et des services publics ont changé de place au cours des deux dernières décennies. Ces retournements auront plus de sens pour l'investisseur actif que pour l'investisseur passif. Mais ils suggèrent que même les portefeuilles défensifs devraient être modifiés de temps à autre, surtout si les titres achetés ont une avance apparemment excessive et

peuvent être remplacés par des émissions dont le prix est beaucoup plus raisonnable. Hélas! il y aura des impôts sur les gains en capital à payer - ce qui pour l'investisseur type semble être à peu près le même que le diable à payer. Notre vieil allié, l'expérience, nous dit ici qu'il vaut mieux vendre et payer la taxe que ne pas vendre et se repentir.

TABLEAU 14-6 Évolution des prix et des ratios cours / bénéfices pour diverses moyennes de Standard & Poor's,

Investir dans les actions des entreprises financières

Une grande variété de préoccupations peuvent être classées sous la rubrique «sociétés financières». Il s'agit notamment des banques, des compagnies d'assurance, des associations d'épargne et de crédit, des sociétés de crédit et de petits prêts, des sociétés de prêts hypothécaires et des «sociétés d'investissement» (par exemple, les fonds communs de placement).* Il est caractéristique de toutes ces entreprises qu'elles détiennent une part relativement petite de leurs actifs sous la forme de biens matériels - tels que des immobilisations et des stocks de marchandises - mais d'un autre côté, la plupart des catégories ont des obligations à court terme bien supérieures à leurs capital-actions. La question de la solidité financière est donc plus pertinente ici que dans le cas d'une entreprise manufacturière ou commerciale typique. Ceci, à son tour, a donné lieu à diverses formes de réglementation et de surveillance, dont la conception et le résultat général sont d'assurer contre les pratiques financières malsaines.

D'une manière générale, les parts des préoccupations financières ont produit des résultats d'investissement similaires à ceux d'autres types d'actions ordinaires. Le tableau 14-7 montre les variations de prix entre 1948 et 1970 dans six groupes représentés dans les indices des cours boursiers de Standard & Poor's. La moyenne pour 1941–1943 est prise à 10, le niveau de base. Les chiffres de fin d'année 1970 variaient entre 44,3 pour les 9 banques de New York et 218 pour les 11 titres d'assurance-

vie. Pendant les sous-intervalles, il y a eu une variation considérable dans les mouvements de prix respectifs. Par exemple, les actions bancaires de la ville de New York se sont assez bien comportées entre 1958 et 1968; à l'inverse, le spectaculaire groupe d'assurance-vie a en fait perdu du terrain entre 1963 et 1968. Ces mouvements croisés se retrouvent dans la plupart, peut-être la plupart, des nombreux groupes industriels des indices Standard & Poor's.

TABLEAU 14-7 Mouvements des prix relatifs des stocks de divers

Nous n'avons pas de remarques très utiles à faire dans ce vaste domaine d'investissement - à part pour conseiller que les mêmes normes arithmétiques de prix par rapport aux bénéfices et à la valeur comptable soient appliquées au choix des sociétés de ces groupes comme nous l'avons suggéré pour les entreprises industrielles et investissements d'utilité publique.

Problèmes ferroviaires

L'histoire du chemin de fer est très différente de celle des services publics. Les transporteurs ont gravement souffert de la combinaison d'une concurrence sévère et d'une réglementation stricte. (Leur problème de coût de la main-d'œuvre a bien sûr été difficile aussi, mais cela ne s'est pas limité aux chemins de fer.) Les automobiles, les bus et les compagnies aériennes ont retiré la plupart de leurs activités de passagers et laissé le reste très peu rentable; les camions ont pris une bonne partie de leur trafic de fret. Plus de la moitié du kilométrage ferroviaire du pays a fait faillite (ou «tutelle») à différents moments au cours des 50 dernières années.

Mais ce demi-siècle n'a pas été tout en descente pour les transporteurs. Il y a eu des périodes prospères pour l'industrie, en

particulier les années de guerre. Certaines lignes ont réussi à maintenir leur capacité de gain et leurs dividendes malgré les difficultés générales.

L'indice Standard & Poor's a été multiplié par sept, du plus bas de 1942 au plus haut de 1968, ce qui n'est pas très inférieur au pourcentage de gain de l'indice des services publics. La faillite de Penn Central Transportation Co., notre plus important chemin de fer, en 1970 a choqué le monde financier. Seulement un an et deux ans auparavant, l'action se vendait à un niveau proche du prix le plus élevé de sa longue histoire, et elle avait payé des dividendes continus pendant plus de 120 ans! (À la p. 423 ci-dessous, nous présentons une brève analyse de ce chemin de fer pour illustrer comment un étudiant compétent aurait pu détecter les faiblesses de l'image de l'entreprise et déconseiller la propriété de ses titres.) Le niveau du marché des actions ferroviaires dans son ensemble était sérieusement touchés par cette catastrophe financière.

Il est généralement peu judicieux de faire des recommandations générales pour des catégories entières de titres, et il existe des objections égales à de larges condamnations. Le record des prix des actions ferroviaires dans le tableau 14-6 montre que le groupe dans son ensemble a souvent offert des chances de réaliser un bénéfice important. (Mais à notre avis, les grandes avancées étaient en elles-mêmes largement injustifiées.) Limitons notre suggestion à ceci: il n'y a aucune raison impérieuse pour l'investisseur de posséder des actions de chemin de fer; avant d'en acheter, il doit s'assurer qu'il en a tellement pour son argent qu'il serait déraisonnable de chercher autre chose à la place.*

Sélectivité pour l'investisseur défensif

Chaque investisseur souhaite que sa liste soit meilleure ou plus prometteuse que la moyenne. Par conséquent, le lecteur se demandera si, s'il obtient un conseiller ou un analyste de la sécurité compétent, il ne devrait pas pouvoir compter sur une offre d'investissement de mérites vraiment supérieurs. «Après tout, peut-il dire, les règles que vous avez décrites sont assez simples et faciles à vivre. Un analyste hautement qualifié devrait être en mesure d'utiliser toutes ses compétences et techniques pour améliorer considérablement quelque chose d'aussi évident que la liste Dow Jones. Sinon, à quoi servent toutes ses statistiques, ses calculs et ses jugements pontificaux? »

Supposons, comme test pratique, que nous ayons demandé à une centaine d'analystes de la sécurité de choisir les «meilleurs» cinq titres du Dow Jones Average, à acheter fin 1970. Peu auraient proposé des choix

identiques et beaucoup de listes aurait été complètement différent les uns des autres.

Ce n'est pas si surprenant que cela puisse paraître à première vue. La raison sous-jacente est que le prix actuel de chaque action de premier plan reflète assez bien les facteurs saillants de son dossier financier ainsi que l'opinion générale quant à ses perspectives futures. D'où le point de vue de tout analyste selon lequel une action est un meilleur achat que les autres doit résulter en grande partie de ses préjugés et attentes personnels, ou de l'accent mis sur un ensemble de facteurs plutôt que sur un autre dans son travail d'évaluation. . Si tous les analystes s'accordaient sur le fait qu'un titre particulier était meilleur que tous les autres, ce problème passerait rapidement à un prix qui compenserait tous ses avantages antérieurs.*

Notre déclaration selon laquelle le prix actuel reflète à la fois des faits connus et des attentes futures visait à souligner la double base des évaluations du marché. Ces deux types d'éléments de valeur correspondent à deux approches fondamentalement différentes de l'analyse de la sécurité. Certes, chaque analyste compétent regarde vers l'avenir plutôt que vers le passé, et il se rend compte que son travail se révélera bon ou mauvais en fonction de ce qui *se* passera et non de ce qui *s'est* passé. Néanmoins, l'avenir lui-même peut être abordé de deux manières différentes, qui peuvent être appelées voie de *prédiction* (ou projection) et voie de *protection.* *

Ceux qui mettent l'accent sur la prévision s'efforceront d'anticiper assez précisément ce que l'entreprise accomplira dans les années à venir, en particulier si les bénéfices afficheront une croissance prononcée et persistante. Ces conclusions peuvent être basées sur une étude très approfondie de facteurs tels que l'offre et la demande dans l'industrie - ou le volume, le prix et les coûts - ou bien elles peuvent être dérivées d'une projection plutôt naïve de la ligne de croissance passée dans le futur. Si ces autorités sont convaincues que les perspectives à assez long terme sont inhabituellement favorables, elles recommanderont presque toujours le stock à l'achat sans trop prêter attention au niveau auquel il se vend. Telle était, par exemple, l'attitude générale à l'égard des stocks de transport aérien - attitude qui a persisté pendant de nombreuses années malgré les mauvais résultats déplorables souvent montrés après 1946. Dans l'introduction, nous avons commenté la disparité entre la forte action des prix et le bénéfice relativement décevant de cette industrie.

En revanche, ceux qui mettent l'accent sur la protection sont toujours particulièrement préoccupés par le prix du problème au moment de

l'étude. Leur principal effort est de s'assurer d'une marge substantielle de valeur actuelle indiquée supérieure au prix du marché, laquelle marge pourrait absorber des évolutions défavorables à l'avenir. De manière générale, il n'est donc pas nécessaire pour eux d'être enthousiastes à l'égard des perspectives à long terme de l'entreprise, mais plutôt d'avoir une confiance raisonnable dans la capacité de l'entreprise à s'entendre.

La première approche, ou prédictive, pourrait également être appelée l'approche qualitative, car elle met l'accent sur les perspectives, la gestion et d'autres facteurs non mesurables, bien que très importants, qui relèvent de la qualité. La seconde approche, ou protection, peut être appelée approche quantitative ou statistique, car elle met l'accent sur les relations mesurables entre le prix de vente et les bénéfices, les actifs, les dividendes, etc. Soit dit en passant, la méthode quantitative est en réalité une extension - dans le domaine des actions ordinaires - du point de vue que l'analyse de la sécurité a trouvé valable dans la sélection des obligations et des actions privilégiées à investir.

Dans notre propre attitude et notre travail professionnel, nous avons toujours été attachés à l'approche quantitative. Dès le début, nous voulions nous assurer que nous obtenions un bon rapport qualité-prix en termes concrets et démontrables. Nous n'étions pas disposés à accepter les perspectives et les promesses de l'avenir comme compensation pour un manque de valeur suffisante en main. Cela n'a nullement été le point de vue standard des autorités d'investissement; en fait, la majorité souscrirait probablement à l'idée que les perspectives, la qualité de la gestion, les autres actifs incorporels et «le facteur humain» l'emportent de loin sur les indications fournies par toute étude du dossier passé, du bilan et de tous les autres chiffres froids. .

Ainsi, cette question de choisir les «meilleurs» stocks est au fond très controversée. Notre conseil à l'investisseur défensif est qu'il le laisse tranquille. Qu'il insiste davantage sur la diversification que sur la sélection individuelle. Soit dit en passant, l'idée universellement acceptée de diversification est, en partie du moins, la négation des prétentions ambitieuses de sélectivité. Si l'on *pouvait* sélectionner les meilleurs titres infailliblement, on ne perdrait qu'en se diversifiant. Pourtant, dans les limites des quatre règles les plus générales de sélection des actions ordinaires suggérées pour l'investisseur défensif (aux pp. 114 et 115), il y a place pour une liberté de préférence assez considérable. Au pire, l'indulgence de telles préférences ne devrait pas nuire; au-delà, cela peut ajouter quelque chose de valable aux résultats. Avec l'impact croissant des développements technologiques sur les résultats des entreprises à long

terme, l'investisseur ne peut pas les laisser en dehors de ses calculs. Ici, comme ailleurs, il doit chercher un moyen entre négligence et suraccentuation.

Commentaire sur le chapitre 14

> Celui qui repose sur des gains certains, ne poussera guère à de grandes richesses; et celui qui met tout sur les aventures, se casse souvent et tombe dans la pauvreté: il est donc bon de garder les aventures avec des certitudes qui peuvent supporter les pertes.
>
> —*Sir Francis Bacon*

Commencer

Comment devez-vous aborder le travail minutieux de la sélection de titres? Graham suggère que l'investisseur défensif peut, «le plus simplement», acheter chaque action de la DowJones Industrial Average. L'investisseur défensif d'aujourd'hui peut faire encore mieux, en achetant un fonds indiciel boursier total qui détient essentiellement toutes les actions qui en valent la peine. Un fonds indiciel à faible coût est le meilleur outil jamais créé pour investir dans des actions à faible entretien - et tout effort pour l'améliorer demande plus de travail (et entraîne plus de risques et de coûts plus élevés) qu'un investisseur vraiment défensif ne peut justifier.

La recherche et la sélection de vos propres stocks ne sont pas nécessaires; pour la plupart des gens, ce n'est même pas conseillé. Cependant, certains investisseurs défensifs apprécient le détournement et le défi intellectuel de choisir des actions individuelles - et, si vous avez survécu à un marché baissier et appréciez *toujours* la sélection d'actions, alors rien de ce que Graham ou moi pourrions dire ne vous dissuadera. Dans ce cas, au lieu de faire en sorte qu'un indice boursier total finance votre portefeuille complet, faites-en le fondement de votre portefeuille. Une fois que vous avez cette fondation en place, vous pouvez

expérimenter sur les bords avec vos propres choix de stock. Gardez 90% de votre argent d'actions dans un fonds indiciel, en laissant 10% pour essayer de choisir vos propres actions. Ce n'est qu'après avoir construit ce noyau solide que vous devez explorer. (Pour savoir pourquoi une telle diversification est si importante, veuillez consulter l'encadré sur la page suivante.)

POURQUOI DIVERSIFIER?

Pendant le marché haussier des années 1990, l'une des critiques les plus courantes de la diversification était qu'elle réduisait votre potentiel de rendements élevés. Après tout, si vous pouviez identifier le prochain Microsoft, ne serait-il pas logique que vous mettiez tous vos œufs dans ce même panier?

Et bien certainement. Comme l'a dit l'humoriste Will Rogers: «Ne jouez pas. Prenez toutes vos économies et achetez du bon stock et conservez-le jusqu'à ce qu'il monte, puis vendez-le. Si ça ne monte pas, ne l'achetez pas. »

Cependant, comme Rogers le savait, la prévoyance 20/20 n'est pas un cadeau accordé à la plupart des investisseurs. Quelle que soit notre confiance, il n'y a aucun moyen de savoir si un stock augmentera jusqu'à ce *que* nous l'achetions. Par conséquent, l'action que vous pensez être «le prochain Microsoft» pourrait bien se révéler être la prochaine MicroStrategy. (Cette ancienne star du marché est passée de 3 130 dollars par action en mars 2000 à 15,10 dollars fin 2002, soit une perte apocalyptique de 99,5%).[1] Garder votre argent réparti sur de nombreuses actions et industries est la seule assurance fiable contre le risque de se tromper.

Mais la diversification ne fait pas que minimiser vos chances de se tromper. Cela maximise également vos chances d'avoir raison. Sur de longues périodes, une poignée de titres se transforment en «superstocks» qui augmentent de 10 000% ou plus. *Money* Magazine a identifié les 30 actions les plus performantes au cours des 30 années se terminant en 2002 et, même avec un recul de 20/20, la liste est étonnamment imprévisible. Plutôt que de nombreux stocks de technologies ou de soins de santé, il comprend Southwest Airlines, Worthington Steel, les magasins d'escompte Dollar General et le fabricant de tabac à priser UST Inc.[2] Si vous pensez que vous auriez été prêt à parier gros sur l'un de ces titres en 1972, vous plaisantez.

Pensez-y de cette façon: dans l'énorme foin du marché, seules quelques aiguilles continuent à générer des gains vraiment gigantesques. Plus vous possédez de botte de foin, plus vous augmentez vos chances de trouver au moins une de ces aiguilles. En possédant l'intégralité de la botte de foin (idéalement via un fonds indiciel qui suit le marché boursier américain total), vous pouvez être sûr de trouver chaque aiguille, capturant ainsi les rendements de tous les superstocks. Surtout si vous êtes un investisseur défensif, pourquoi chercher les aiguilles quand vous pouvez posséder la botte de foin entière?

Testing, Testing

Mettons brièvement à jour les critères de sélection des actions de Graham.

Taille adéquate. De nos jours, «pour exclure les petites entreprises», la plupart des investisseurs défensifs devraient éviter les actions dont la valeur marchande totale est inférieure à 2 milliards de dollars. Au début de 2003, il vous restait encore à choisir parmi 437 des sociétés de l'indice Standard & Poor's 500-stock.

Cependant, les investisseurs défensifs d'aujourd'hui, contrairement à ceux de l'époque de Graham, peuvent facilement détenir de petites entreprises en achetant un fonds commun de placement spécialisé dans les petites actions. Encore une fois, un fonds indiciel comme l'indice Vanguard Small-Cap est le premier choix, bien que des fonds actifs soient disponibles à un coût raisonnable auprès d'entreprises telles que Ariel, T. Rowe Price, Royce et Third Avenue.

Situation financière solide. Selon les stratèges du marché Steve Galbraith et Jay Lasus de Morgan Stanley, au début de 2003, environ 120 des sociétés de l'indice S & P 500 ont satisfait au test de Graham d'un ratio actuel de 2 pour 1. Avec des actifs à court terme au moins deux fois supérieurs à leurs passifs à court terme, ces entreprises disposaient d'un important fonds de roulement qui, en moyenne, devrait les soutenir pendant les périodes difficiles.

Wall Street a toujours abondé en ironies amères, et l'éclatement de la bulle des actions de croissance a créé un doozy: en 1999 et 2000, les actions de haute technologie, de biotechnologie et de télécommunications étaient censées fournir une «croissance agressive» et ont fini par donnant à la plupart de leurs investisseurs un retrait agressif à la place. Mais, au début de 2003, la roue avait bouclé la boucle et bon nombre de ces actions de croissance agressives étaient devenues financièrement conservatrices -

chargées de fonds de roulement, riches en liquidités et souvent exemptes de dettes. Ce tableau fournit un échantillonneur:

FIGURE 14-1 Tout ce qui est nouveau est vieux à nouveau

Tous les chiffres sont en millions de dollars des derniers états financiers disponibles au 31/12/02. Le fonds de roulement est l'actif courant moins le passif courant. La dette à long terme comprend les actions privilégiées, à l'exclusion des impôts différés passifs. Sources: Morgan Stanley; Ligne de base; Base de données EDGAR sur www.sec.gov.

En 1999, la plupart de ces sociétés figuraient parmi les plus chères du marché, offrant la promesse d'une croissance potentielle élevée. Au début de 2003, ils ont fourni des preuves tangibles de leur valeur réelle.

La leçon ici n'est pas que ces actions étaient «une chose sûre» ou que vous devriez vous précipiter et acheter tout (ou quoi que ce soit) dans ce tableau.[1] Au lieu de cela, vous devez vous rendre compte qu'un investisseur défensif peut toujours prospérer en regardant patiemment et calmement à travers l'épave d'un marché baissier. Le critère de solidité financière de Graham fonctionne toujours: si vous construisez un panier diversifié d'actions dont les actifs courants sont au moins le double de leurs passifs

courants et dont la dette à long terme ne dépasse pas le fonds de roulement, vous devriez vous retrouver avec un groupe de sociétés financées de manière conservatrice avec beaucoup de tenue. Les meilleures valeurs aujourd'hui se trouvent souvent dans les stocks qui étaient autrefois chauds et qui sont devenus froids depuis. Tout au long de l'histoire, ces actions ont souvent fourni la marge de sécurité exigée par un investisseur défensif.

Stabilité des bénéfices. Selon Morgan Stanley, 86% de toutes les sociétés de l'indice S & P 500 ont enregistré des bénéfices positifs chaque année de 1993 à 2002. Ainsi, l'insistance de Graham sur «certains bénéfices pour les actions ordinaires au cours de chacune des dix dernières années» demeure un test valide - suffisamment difficile pour éliminer les perdants chroniques, mais pas trop restrictif au point de limiter vos choix à un échantillon irréaliste.

Record de dividendes. Début 2003, selon Standard & Poor's, 354 sociétés du S & P 500 (soit 71% du total) ont payé un dividende. Pas moins de 255 entreprises ont payé un dividende pendant au moins 20 ans de suite. Et, selon S & P, 57 sociétés de l'indice ont *augmenté* leurs dividendes pendant au moins 25 années consécutives. Ce n'est pas une garantie qu'ils le feront pour toujours, mais c'est un signe réconfortant.

Croissance des bénéfices. Combien d'entreprises du S & P 500 ont augmenté leur bénéfice par action "d'au moins un tiers", comme Graham l'exige, au cours des 10 années se terminant en 2002? (Nous allons faire la moyenne des revenus de chaque entreprise de 1991 à 1993, puis déterminer si les revenus moyens de 2000 à 2002 ont été supérieurs d'au moins 33%.) Selon Morgan Stanley, 264 entreprises du S&P 500 ont satisfait à ce test. Mais ici, semble-t-il, Graham a posé un obstacle très bas; Une croissance cumulative de 33% sur une décennie est inférieure à une augmentation annuelle moyenne de 3%. La croissance cumulative du bénéfice par action d'au moins 50% - ou une augmentation annuelle moyenne de 4% - est un peu moins conservatrice. Pas moins de 245 sociétés de l'indice S & P 500 remplissaient ce critère au début de 2003, laissant à l'investisseur défensif une vaste liste de choix. (Si vous doublez l'obstacle de croissance cumulative à 100%, ou 7% de croissance annuelle moyenne, alors 198 entreprises font la limite.)

FIGURE 14-2 Tourbillons stables

Source: Standard & Poor's Corp.
Données au 31/12/2002.

Rapport P / E modéré. Graham recommande de se limiter aux actions dont le prix actuel ne dépasse pas 15 fois le bénéfice moyen au cours des trois dernières années. Incroyablement, la pratique qui prévaut à Wall Street aujourd'hui consiste à évaluer les actions en divisant leur prix actuel par quelque chose appelé «les bénéfices de l'année prochaine». Cela donne ce qu'on appelle parfois «le rapport P / E à terme». Mais il est absurde de dériver un prix / le ratio des bénéfices en divisant le prix actuel connu par les bénéfices futurs inconnus. À long terme, le gestionnaire de portefeuille, David Dreman, a montré que 59% des prévisions de bénéfices «consensuelles» de Wall Street ratent la cible par une marge extrêmement élevée, sous-estimant ou surestimant les bénéfices réels déclarés d'au moins 15%.[2] Investir votre argent sur la base de ce que ces devins myopes prédisent pour l'année à venir est aussi risqué que de se porter volontaire pour lever le nez lors d'un tournoi de tir à l'arc pour les aveugles légalement. Au lieu de cela, calculez vous-même le ratio cours / bénéfice d'une action, en utilisant la formule de Graham du prix actuel divisé par le bénéfice moyen au cours des trois dernières années.[3]

Au début de 2003, combien d'actions de l'indice Standard & Poor's 500 étaient évaluées à pas plus de 15 fois leur bénéfice moyen de 2000 à 2002? Selon Morgan Stanley, un généreux total de 185 entreprises ont réussi le test de Graham.

Ratio prix / livre modéré. Graham recommande un «rapport prix / actifs» (ou ratio prix / valeur comptable) d'au plus 1,5. Ces dernières années, une proportion croissante de la valeur des entreprises provient d'actifs incorporels comme les franchises, les noms de marque, les brevets et les marques. Étant donné que ces facteurs (ainsi que le goodwill provenant des acquisitions) sont exclus de la définition standard de la valeur comptable, la plupart des entreprises sont aujourd'hui facturées à des multiples de prix de revient plus élevés qu'à l'époque de Graham. Selon Morgan Stanley, 123 des sociétés du S & P 500 (ou une sur quatre) ont un prix inférieur à 1,5 fois la valeur comptable. Au total, 273 sociétés (soit 55% de l'indice) ont des ratios cours / livre inférieurs à 2,5.

Qu'en est-il de la suggestion de Graham de multiplier le ratio P / E par le rapport prix / livre et de voir si le nombre résultant est inférieur à 22,5? Selon les données de Morgan Stanley, au moins 142 actions du S & P 500 pourraient passer ce test au début de 2003, y compris Dana Corp., Electronic Data Systems, Sun Microsystems et Washington Mutual. Ainsi, le

«multiplicateur mixte» de Graham fonctionne toujours comme un écran initial pour identifier les actions à prix raisonnable.

Vérifications nécessaires

Peu importe à quel point un investisseur est défensif - au sens où Graham souhaite minimiser le travail que vous consacrez à la sélection des actions -, vous ne pouvez pas vous permettre de sauter quelques étapes:

Fais tes devoirs. Via la base de données EDGAR sur www.sec. gov, vous obtenez un accès instantané aux rapports annuels et trimestriels d'une entreprise, ainsi qu'à la procuration qui divulgue la rémunération des dirigeants, la propriété et les conflits d'intérêts potentiels. Lisez au moins cinq ans.[4]

Découvrez le quartier. Des sites Web comme http: // quicktake. Morningstar.com, http://finance.yahoo.com et www.quicken.com peuvent facilement vous dire quel pourcentage des actions d'une entreprise appartient à des institutions. Tout ce qui dépasse 60% suggère qu'un titre est à peine inconnu et probablement «sur-possédé». (Lorsque les grandes institutions vendent, elles ont tendance à évoluer au même rythme, avec des résultats désastreux pour le titre. Imaginez toutes les Rockettes de Radio City tombant du bord avant du étape à la fois et vous avez l'idée.) Ces sites Web vous diront également qui sont les plus grands propriétaires du stock. S'il s'agit de sociétés de gestion financière qui investissent dans un style similaire au vôtre, c'est bon signe.

Chapitre 15
Sélection des titres pour l'investisseur entreprenant

Dans le chapitre précédent, nous avons traité de la sélection des actions ordinaires en termes de grands groupes de titres éligibles, à partir desquels l'investisseur défensif est libre de constituer une liste qu'il ou son conseiller préfère, sous réserve d'une diversification adéquate. Dans la sélection, nous avons principalement mis l'accent sur les exclusions - en conseillant d'une part tous les problèmes de mauvaise qualité et, d'autre part, les problèmes

de la plus haute qualité si leur prix est si élevé qu'il comporte un risque spéculatif considérable. Dans ce chapitre, adressé à l'investisseur entreprenant, il faut considérer les possibilités et les moyens de faire *des* sélections *individuelles* susceptibles de se révéler plus rentables qu'une moyenne transversale.

Quelles sont les chances de réussir avec succès? Nous serions moins que francs, comme le dit l'euphémisme, si nous n'avions pas au départ exprimé de sérieuses réserves à ce sujet. À première vue, les arguments en faveur d'une sélection réussie semblent évidents. Pour obtenir des résultats moyens - par exemple, équivalents aux performances du DJIA - ne devrait exiger aucune capacité spéciale d'aucune sorte. Il suffit d'avoir un portefeuille identique ou similaire à ces trente questions importantes. Certes, alors, par l'exercice d'un niveau de compétence même modéré - dérivé de l'étude, de l'expérience et de la capacité native - il devrait être possible d'obtenir des résultats sensiblement meilleurs que le DJIA.

Pourtant, il existe des preuves considérables et impressionnantes selon lesquelles cela est très difficile à faire, même si les qualifications de ceux qui l'essaient sont les plus élevées. La preuve se trouve dans le dossier des nombreuses sociétés d'investissement, ou «fonds», qui opèrent depuis de nombreuses années. La plupart de ces fonds sont suffisamment importants pour commander les services des meilleurs analystes financiers ou de sécurité dans le domaine, ainsi que tous les autres constituants d'un département de recherche adéquat. Leurs dépenses de fonctionnement, une fois réparties sur leur capital suffisant, représentent en moyenne environ la moitié de 1% par an, ou moins. Ces coûts ne sont pas négligeables en eux-mêmes; mais lorsqu'ils sont comparés au rendement global annuel d'environ 15% des actions ordinaires en général au cours de la décennie 1951–1960, et même au rendement de 6% en 1961–1970, ils ne sont pas volumineux. Une petite quantité de capacité sélective supérieure aurait facilement pu surmonter ce handicap de dépenses et apporter un résultat net supérieur pour les actionnaires du fonds.

Dans l'ensemble, cependant, les fonds d'actions ordinaires n'ont pas réussi sur une longue période à obtenir un rendement aussi bon que celui indiqué sur les moyennes de 500 actions Standard & Poor's ou sur le marché dans son ensemble. Cette conclusion a été étayée par plusieurs études approfondies. Pour citer le dernier en date, couvrant la période 1960-1968:[*]

Il ressort de ces résultats que les portefeuilles aléatoires d'actions de la Bourse de New York avec un investissement égal dans chaque action ont en moyenne mieux performé au cours de la période que les fonds communs de placement de la même classe de risque. Les écarts étaient assez importants pour les portefeuilles à risque faible et moyen (3,7% et 2,5% respectivement par an), mais assez faibles pour les portefeuilles à haut risque (0,2% par an). [1]

Comme nous l'avons souligné au chapitre 9, ces chiffres comparatifs n'invalident en rien l'utilité des fonds d'investissement en tant qu'institution financière. Car ils mettent à la disposition de tous les membres du public investisseur la possibilité d'obtenir des résultats approximativement moyens sur leurs engagements en actions ordinaires. Pour diverses raisons, la plupart des membres du public qui placent leur argent dans des actions ordinaires de leur choix ne réussissent presque pas aussi bien. Mais pour l'observateur objectif, l'échec des fonds à améliorer la performance d'une large moyenne est une indication assez concluante qu'une telle réalisation, au lieu d'être facile, est en fait extrêmement difficile.

Pourquoi en serait-il ainsi? Nous pouvons penser à deux explications différentes, chacune pouvant être partiellement applicable. La première est la possibilité que le marché boursier reflète en fait dans les prix actuels non seulement tous les faits importants concernant les performances passées et actuelles des sociétés, mais également toutes les attentes qui peuvent être raisonnablement formées quant à leur avenir. Si tel est le cas, alors les divers mouvements de marché qui se produisent par la suite - et ceux-ci sont souvent extrêmes - doivent être le résultat de nouveaux développements et probabilités qui ne pouvaient pas être prévus de manière fiable. Cela rendrait les mouvements de prix essentiellement fortuits et aléatoires. Dans la mesure où ce qui précède est vrai, le travail de l'analyste de la sécurité, aussi intelligent et approfondi soit-il, doit être largement inefficace, car il essaie essentiellement de prédire l'imprévisible.

La multiplication même du nombre d'analystes de sécurité peut avoir joué un rôle important dans la réalisation de ce résultat. Avec des centaines, voire des milliers, d'experts qui étudient les facteurs de valeur derrière une action ordinaire importante, il serait naturel de s'attendre à ce que son prix actuel reflète assez bien le consensus d'opinion éclairée sur sa valeur. Ceux qui le préféreraient à d'autres questions le feraient pour des raisons de partialité personnelle ou d'optimisme qui pourraient tout aussi bien être faux que corrects.

Nous avons souvent pensé à l'analogie entre le travail de l'analyste de la sécurité à Wall Street et la performance des maîtres de bridge lors d'un tournoi de bridge en double. Les premiers tentent de sélectionner les actions «les plus susceptibles de réussir»; ce dernier pour obtenir le meilleur score pour chaque main jouée. Seuls quelques-uns peuvent atteindre l'un ou l'autre objectif. Dans la mesure où tous les joueurs de bridge ont à peu près le même niveau d'expertise, les gagnants sont susceptibles d'être déterminés par des «pauses» de différentes sortes plutôt que par des compétences supérieures. À Wall Street, le processus de nivellement est aidé par la franc-maçonnerie qui existe dans la profession, en vertu de laquelle les idées et les découvertes sont partagées assez librement lors des nombreuses réunions de toutes sortes. C'est presque comme si, lors du tournoi de bridge analogue, les différents experts se regardaient par-dessus les épaules et se disputaient chaque main pendant qu'elle était jouée.

La deuxième possibilité est d'une tout autre nature. Beaucoup d'analystes de la sécurité sont peut-être handicapés par une faille dans leur approche de base du problème de sélection des titres. Ils recherchent les industries avec les meilleures perspectives de croissance, et les entreprises de ces industries avec la meilleure gestion et d'autres avantages. L'implication est qu'ils achèteront dans de telles industries et de telles entreprises à n'importe quel prix, aussi élevé soit-il, et ils éviteront des industries et des entreprises moins prometteuses, peu importe le prix de leurs actions. Ce serait la seule procédure correcte si les bénéfices des bonnes entreprises devaient croître à un rythme rapide indéfiniment dans le futur, car alors en théorie leur valeur serait infinie. Et si les entreprises les moins prometteuses se dirigeaient vers l'extinction, sans récupération, les analystes auraient raison de les considérer comme peu attrayantes à tout prix.

La vérité sur nos entreprises est tout autre chose. Très peu d'entreprises ont pu afficher un taux élevé de croissance ininterrompue pendant de longues périodes. Remarquablement peu, aussi, des plus grandes entreprises souffrent de l'extinction ultime. Pour la plupart, leur histoire est celle des vicissitudes, des hauts et des bas, des changements dans leur position relative. Dans certains cas, les variations «des haillons aux richesses et inversement» ont été répétées sur une base presque cyclique - la phrase utilisée pour être standard pour l'industrie sidérurgique - pour d'autres, des changements spectaculaires ont été identifiés avec une détérioration ou une amélioration de la gestion.*

Comment l'enquête précédente s'applique-t-elle à l'investisseur entreprenant qui souhaite effectuer des sélections individuelles qui donneront des résultats supérieurs? Cela suggère tout d'abord qu'il assume une mission difficile et peut-être impraticable. Les lecteurs de ce livre, aussi intelligents et conscients soient-ils, ne pouvaient guère espérer faire un meilleur travail de sélection de portefeuille que les meilleurs analystes du pays. Mais s'il est vrai qu'un segment assez important du marché boursier est souvent discriminé ou entièrement négligé dans les sélections analytiques standard, alors l'investisseur intelligent peut être en mesure de profiter des sous-évaluations qui en résultent.

Mais pour ce faire, il doit suivre des méthodes spécifiques qui ne sont pas généralement acceptées à Wall Street, car celles qui sont ainsi acceptées ne semblent pas produire les résultats que tout le monde voudrait atteindre. Il serait plutôt étrange que - avec tous les cerveaux à l'œuvre professionnellement en bourse - il puisse y avoir des approches à la fois saines et relativement impopulaires. Pourtant, notre propre carrière et notre réputation reposent sur ce fait peu probable.[*]

Un résumé des méthodes Graham-Newman

Pour donner du concret à la dernière déclaration, il devrait être utile de donner un bref aperçu des types d'opérations que nous avons menées au cours de la vie de trente ans de Graham-Newman Corporation, entre 1926 et 1956.[‡] Ceux-ci ont été classés dans nos dossiers comme suit:

Arbitrages: L'achat d'un titre et la vente simultanée d'un ou plusieurs autres titres contre lesquels il devait être échangé dans le cadre d'un plan de réorganisation, de fusion ou similaire.

Liquidations: Achat d'actions qui devaient recevoir un ou plusieurs paiements en espèces en cas de liquidation des actifs de la société.

Les opérations de ces deux classes ont été sélectionnées sur la base de (a) un rendement annuel calculé de 20% ou plus, et (b) de notre jugement selon lequel les chances de succès étaient d'au moins quatre sur cinq.

Couvertures connexes: L'achat d'obligations convertibles ou d'actions privilégiées convertibles et la vente simultanée des actions ordinaires dans lesquelles ils étaient échangeables. La position a été établie à un niveau proche de la parité, c'est-à-dire avec une petite perte maximale si l'émission senior devait être convertie et l'opération clôturée de cette manière. Mais un bénéfice serait réalisé si les actions ordinaires chutaient beaucoup plus que l'émission senior et la position se fermait sur le marché.

Problèmes d'actif net courant (ou «bonne affaire»): L'idée ici était d'acquérir autant d'émissions que possible à un coût pour chacun inférieur à leur valeur comptable en termes d'actifs nets courants uniquement, c'est-à-dire de ne donner aucune valeur. au compte d'installation et autres actifs. Nos achats ont généralement été effectués aux deux tiers ou moins de cette valeur d'actif réduite. La plupart des années, nous avons réalisé une large diversification ici - au moins 100 numéros différents.

Nous devons ajouter que de temps en temps nous avons eu quelques acquisitions à grande échelle du type contrôle, mais celles-ci ne sont pas pertinentes pour la présente discussion.

Nous avons suivi de près les résultats présentés par chaque classe d'opérations. À la suite de ces suivis, nous avons abandonné deux domaines plus vastes qui se sont révélés ne pas avoir donné de résultats globaux satisfaisants. Le premier a été l'achat de titres apparemment attractifs - sur la base de notre analyse générale - qui ne pouvaient être obtenus à un prix inférieur à leur valeur de fonds de roulement uniquement. Les seconds étaient des opérations de couverture «non liées», dans lesquelles le titre acheté n'était pas échangeable contre les actions ordinaires vendues. (De telles opérations correspondent à peu près à celles récemment lancées par le nouveau groupe de «hedge funds» dans le domaine des sociétés d'investissement.* Dans les deux cas, une étude des résultats que nous avons réalisés sur une période de dix ans ou plus nous a amenés à conclure que les bénéfices n'étaient pas suffisamment fiables - et les opérations pas suffisamment «à l'épreuve des maux de tête» - pour justifier notre maintien.

Ainsi, à partir de 1939, nos opérations se sont limitées à des situations «d'auto-liquidation», à des couvertures connexes, à des bonnes affaires sur le fonds de roulement et à quelques opérations de contrôle. Chacune de ces classes nous a dès lors donné des résultats tout à fait satisfaisants, avec la particularité que les couvertures correspondantes ont généré de bons bénéfices sur les marchés baissiers lorsque nos «émissions sous-évaluées» ne se sont pas si bien comportées.

Nous hésitons à prescrire notre propre alimentation à un grand nombre d'investisseurs intelligents. De toute évidence, les techniques professionnelles que nous avons suivies ne conviennent pas à l'investisseur défensif, par définition amateur. Quant à l'investisseur agressif, seule une petite minorité d'entre eux aurait peut-être le type de tempérament nécessaire pour se limiter si sévèrement à une partie relativement petite du monde des valeurs mobilières. La plupart des praticiens à l'esprit actif préféreraient s'aventurer dans des canaux plus larges. Leurs terrains de

chasse naturels seraient l'ensemble du champ des titres qui, selon eux, (a) n'étaient certainement pas surévalués par des mesures conservatrices, et (b) semblaient nettement plus attrayants - en raison de leurs perspectives ou de leurs antécédents, ou des deux - que le stock ordinaire moyen . Dans ces choix, ils feraient bien d'appliquer divers tests de qualité et de caractère raisonnable du prix dans le sens que nous avons proposé à l'investisseur défensif. Mais ils devraient être moins rigides, permettant un avantage considérable dans un facteur pour compenser une petite marque noire dans un autre. Par exemple, il pourrait ne pas exclure une entreprise qui a accusé un déficit au cours d'une année comme 1970, si les bénéfices moyens élevés et d'autres attributs importants rendent le titre bon marché. L'investisseur entreprenant peut limiter son choix aux industries et aux entreprises pour lesquelles il a une vision optimiste, mais nous déconseillons fortement de payer un prix élevé pour une action (par rapport aux bénéfices et aux actifs) en raison de cet enthousiasme. S'il suivait notre philosophie dans ce domaine, il serait plus susceptible d'être l'acheteur d'importantes entreprises cycliques - telles que les actions en acier peut-être - lorsque la situation actuelle est défavorable, les perspectives à court terme sont médiocres et le prix bas reflète pleinement le pessimisme actuel .*

Entreprises secondaires

Ensuite, pour examen et sélection possible, viendraient les entreprises secondaires qui font une bonne performance, ont un passé satisfaisant, mais ne semblent pas avoir de charme pour le public. Il s'agirait d'entreprises de l'ordre d' ELTRA et d'Emhart à leurs prix de clôture de 1970. (Voir le chapitre 13 ci-dessus.) Il existe différentes manières de localiser ces entreprises. Nous aimerions essayer une nouvelle approche ici et donner un exposé raisonnablement détaillé d'un tel exercice de sélection de titres. Notre objectif est double. Beaucoup de nos lecteurs peuvent trouver une valeur pratique substantielle dans la méthode que nous suivrons, ou suggérer des méthodes comparables à essayer. Au-delà, ce que nous ferons peut les aider à se familiariser avec le monde réel des actions ordinaires et à leur présenter l'un des petits volumes les plus fascinants et les plus précieux qui soient. Il s'agit du Standard & Poor's *Stock Guide,* publié mensuellement et mis à la disposition du grand public sous abonnement annuel. De plus, de nombreuses sociétés de courtage distribuent le *Guide* à leurs clients (sur demande).

La majeure partie du *Guide* est consacrée à environ 230 pages d'informations statistiques condensées sur les actions de plus de 4 500 sociétés. Il s'agit notamment de tous les problèmes répertoriés sur les différents échanges, disons 3 000, plus 1 500 problèmes non répertoriés. La

plupart des articles nécessaires pour un premier et même un second regard sur une entreprise donnée apparaissent dans ce recueil. (De notre point de vue, la donnée manquante importante est la valeur liquidative, ou valeur comptable, par action, qui peut être trouvée dans les volumes plus importants de Standard & Poor's et ailleurs.)

L'investisseur qui aime jouer avec les personnalités se retrouvera en trèfle avec le *Stock Guide.* Il peut ouvrir à n'importe quelle page et voir sous ses yeux un panorama condensé des splendeurs et des misères de la bourse, avec des prix élevés et bas de tous les temps remontant à 1936, lorsqu'ils sont disponibles. Il trouvera des entreprises qui ont multiplié par 2 000 le prix du minuscule bas au majestueux. (Pour le prestigieux IBM, la croissance n'a été «que» 333 fois au cours de cette période.) Il trouvera (pas si exceptionnellement) une société dont les actions ont progressé de 3/8 à 68, puis sont retombées à 3. [2] Dans la colonne record du dividende il en trouvera un qui remonte à 1791 - payé par l'Industrial National Bank de Rhode Island (qui a récemment jugé bon de changer son ancienne dénomination sociale).[*] S'il regarde le *Guide* pour la fin de l'année 1969, il lira que Penn Central Co. (en tant que successeur de Pennsylvania Railroad) verse régulièrement des dividendes depuis 1848; hélas !, il était voué à la faillite quelques mois plus tard. Il trouvera une entreprise vendant à seulement 2 fois ses derniers bénéfices déclarés, et une autre vendant à 99 fois ces bénéfices. [3] Dans la plupart des cas , il sera difficile de dire la ligne de l' entreprise du nom d' entreprise; pour un US Steel, il y en aura trois appelés ITI Corp. (boulangerie) ou Santa Fe Industries (principalement le grand chemin de fer). Il peut se régaler d'une extraordinaire variété d'histoires de prix, d'histoires de dividendes et de bénéfices, de positions financières, de configurations de capitalisation, etc. Conservatisme penchant en arrière, sociétés banales, sociétés les plus singulières des «affaires principales», toutes sortes de gadgets et widgets de Wall Street - ils sont tous là, attendant d'être parcourus ou étudiés avec sérieux. objectif.

Les *guides* donnent dans des colonnes séparées les rendements actuels des dividendes et les ratios cours / bénéfices, sur la base des derniers chiffres sur 12 mois, le cas échéant. C'est ce dernier élément qui nous met sur la bonne voie de notre exercice de sélection d'actions ordinaires.

Un vannage du guide des stocks

Supposons que nous recherchons une simple indication *prima facie* qu'un stock est bon marché. Le premier indice de ce genre qui vient à l'esprit est un prix bas par rapport aux revenus récents. Faisons une liste préliminaire des stocks qui se sont vendus à un multiple de neuf ou moins à

la fin de 1970. Cette donnée est commodément fournie dans la dernière colonne des pages paires. Pour un échantillon illustratif, nous prendrons les 20 premiers de ces stocks à faible multiplicateur; ils commencent par la sixième émission cotée, Aberdeen Mfg. Co., qui a clôturé l'année à 10¼, soit 9 fois son bénéfice déclaré de 1,25 $ par action pour la période de 12 mois terminée en septembre 1970. La vingtième émission de ce type est American Maize Products, qui a clôturé à 9½, également avec un multiplicateur de 9.

Le groupe peut avoir semblé médiocre, avec 10 émissions se vendant en dessous de 10 $ par action. (Ce fait n'est pas vraiment important; il mettrait probablement - pas nécessairement - en garde les investisseurs défensifs contre une telle liste, mais l'inférence pour les investisseurs entreprenants pourrait être favorable dans l'ensemble.)[*] Avant de procéder à un examen plus approfondi, calculons quelques chiffres. Notre liste représente environ un sur dix des 200 premiers numéros examinés. Sur cette base, le *Guide* devrait produire, disons, 450 numéros se vendant à des multiplicateurs de moins de 10. Cela ferait un bon nombre de candidats pour une plus grande sélectivité.

Appliquons donc à notre liste des critères supplémentaires, assez similaires à ceux que nous avons proposés pour l'investisseur défensif, mais pas si sévères. Nous suggérons ce qui suit:

1. Situation financière: *(a)* Actifs courants au moins 1½ fois les passifs courants, et *(b)* dette ne dépassant pas 110% des actifs nets courants (pour les entreprises industrielles).

2. Stabilité des bénéfices: aucun déficit au cours des cinq dernières années couvertes par le *guide des actions.*

3. Record de dividendes: Certains dividendes actuels.

4. Croissance des gains: les gains de l'an dernier plus que ceux de 1966.

5. Prix: Moins de 120% des actifs corporels nets.

Les chiffres des gains dans le *Guide* étaient généralement ceux qui se terminaient le 30 septembre 1970 et n'incluent donc pas ce qui pourrait être un mauvais trimestre à la fin de cette année. Mais un investisseur intelligent ne peut pas demander la lune, du moins pas pour commencer. Notez également que nous ne fixons aucune limite inférieure à

la taille de l'entreprise. Les petites entreprises peuvent offrir suffisamment de sécurité si elles sont achetées avec soin et en groupe.

Lorsque nous avons appliqué les cinq critères supplémentaires, notre liste de 20 candidats est réduite à seulement cinq. Poursuivons notre recherche jusqu'à ce que les 450 premiers numéros du *Guide* nous donnent un petit «portefeuille» de 15 titres répondant à nos six exigences. (Ils sont présentés dans le tableau 15–1, avec quelques données pertinentes.) Le groupe, bien sûr, est présenté à titre d'illustration uniquement, et n'aurait pas nécessairement été choisi par notre investisseur interrogateur.

Le fait est que l'utilisateur de notre méthode aurait eu un choix beaucoup plus large. Si notre approche de vannage avait été appliquée aux 4500 entreprises du *Guide des actions* et si le ratio pour le premier dixième s'était maintenu tout au long, nous nous retrouverions avec environ 150 entreprises répondant aux six critères de sélection. L'investisseur entreprenant serait alors en mesure de suivre son jugement - ou ses partialités et préjugés - en faisant un troisième choix, disons, un sur cinq dans cette ample liste.

Le matériel du *Guide des actions* comprend des «classements des bénéfices et des dividendes», qui sont basés sur la stabilité et la croissance de ces facteurs au cours des huit dernières années. (Ainsi *, l'* attractivité des *prix* n'entre pas ici.) Nous incluons les classements S & P dans notre tableau 15-1. Dix des 15 émissions sont classées B + (= moyenne) et une (American Maize) reçoit la note «élevée» de A. Si notre investisseur entreprenant voulait ajouter un septième critère mécanique à son choix, en ne considérant que les émissions classées par Standard & Poor's comme moyen ou meilleur en qualité, il pourrait encore avoir environ 100 de ces problèmes à choisir. On pourrait dire qu'un ensemble d'émissions, de qualité au moins moyenne, répondant également à des critères de situation financière, achetables avec un faible multiplicateur de résultat courant et en dessous de la valeur des actifs, devrait offrir de bonnes perspectives de résultats d'investissement satisfaisants.

TABLEAU 15-1 Exemple de portefeuille de produits industriels à faible multiplicateur

Critères uniques pour le choix des actions ordinaires

Un lecteur curieux pourrait bien se demander si le choix d'un portefeuille meilleur que la moyenne pourrait être rendu plus simple que ce que nous venons de décrire. Un seul critère plausible pourrait-il être utilisé à bon escient, comme un faible rapport cours / bénéfice, ou un rendement de dividende élevé, ou une grande valeur d'actif? Les deux méthodes de ce type que nous avons trouvées pour donner des résultats assez constants dans le passé ont été (a) l'achat de stocks à faible multiplicateur d'entreprises importantes (telles que la liste DJIA), et (b) le choix de un groupe diversifié d'actions vendant sous leur valeur liquidative actuelle (ou valeur de fonds de roulement). Nous avons déjà souligné que le critère du faible multiplicateur appliqué au DJIA fin 1968 a mal fonctionné lorsque les résultats sont mesurés jusqu'au milieu de 1971. L'enregistrement des achats d'actions ordinaires effectués à un prix inférieur à leur valeur de fonds de roulement n'a pas une telle mauvaise note contre lui; l'inconvénient ici a été le tarissement de ces opportunités pendant la majeure partie de la dernière décennie.

Qu'en est-il des autres bases de choix? En écrivant ce livre, nous avons fait une série d '«expériences», chacune basée sur un critère unique, assez évident. Les données utilisées se trouvent facilement dans le *Guide des actions* Standard & Poor's . Dans tous les cas, un portefeuille de 30 actions était supposé avoir été acquis aux cours de clôture de 1968, puis réévalué au 30 juin 1971. Les critères distincts appliqués étaient les suivants, comme pour des choix par ailleurs aléatoires: (1) Un faible multiplicateur de

revenus récents (non limités aux problèmes de DJIA). (2) Un rendement du dividende élevé. (3) Un très long record de dividendes. (4) Une très grande entreprise, mesurée par le nombre d'actions en circulation. (5) Une situation financière solide. (6) Un prix bas en dollars par action. (7) Un prix bas par rapport au prix élevé précédent. (8) Un classement de haute qualité par Standard & Poor's.

On notera que le *guide des actions* comporte au moins une colonne relative à chacun des critères ci-dessus. Cela indique que l'éditeur croit que chacun est important dans l'analyse et le choix des actions communes. (Comme nous l'avons souligné ci-dessus, nous aimerions voir un autre chiffre ajouté: la valeur liquidative par action.)

Le fait le plus important qui ressort de nos différents tests concerne la performance des titres achetés au hasard. Nous avons testé cette performance pour trois portefeuilles de 30 actions, chacun composé d'émissions trouvées sur la première ligne du 31 décembre 1968, *Stock Guide* et également trouvées dans l'émission du 31 août 1971. Entre ces deux dates, le S & Le composite P était pratiquement inchangé et le DJIA a perdu environ 5%. Mais nos 90 problèmes choisis au hasard ont diminué en moyenne de 22%, sans compter 19 problèmes qui ont été supprimés du *Guide* et ont probablement montré des pertes plus importantes. Ces résultats comparatifs reflètent sans aucun doute la tendance des petits problèmes de qualité inférieure à être relativement surévalués sur les marchés haussiers, et non seulement à subir des baisses plus graves que les problèmes plus graves de l'effondrement des prix qui s'ensuit, mais aussi à retarder leur pleine reprise - dans de nombreux cas indéfiniment. La morale pour l'investisseur intelligent est, bien sûr, d'éviter les problèmes de seconde qualité dans la constitution d'un portefeuille, à moins que - pour l'investisseur entreprenant - ce ne soient des affaires démontrables.

Les autres résultats tirés de nos études de portefeuille peuvent être résumés comme suit:

Seuls trois des groupes étudiés se sont révélés meilleurs que le composite S & P (et donc mieux que le DJIA), à savoir: (1) les industriels avec le classement de qualité le plus élevé (A +). Ceux-ci progressent de 9½% sur la période contre une baisse de 2,4% pour les industriels S & P, et de 5,6% pour les DJIA. (Cependant, les dix émissions d'utilité publique notées A + ont baissé de 18% contre une baisse de 14% pour l'indice des services publics S&P à 55 actions.) Il convient de noter que le classement S&P s'est très bien affiché dans ce test unique. Dans tous les cas, un portefeuille basé sur un rang supérieur a fait mieux qu'un portefeuille de

rang inférieur. (2) Les sociétés de plus de 50 millions d'actions en circulation n'ont globalement pas évolué, contre une légère baisse des indices. (3) Curieusement, les actions se vendant à un prix par action élevé (plus de 100) ont affiché une légère progression composite (1%).

Parmi nos différents tests, nous en avons fait un basé sur la valeur comptable, un chiffre qui n'est pas donné dans le *Stock Guide.* Ici, nous avons constaté - contrairement à notre philosophie d'investissement - que les sociétés qui combinaient une taille importante avec une forte composante de bonne volonté dans leur prix de marché ont très bien réussi dans l'ensemble au cours de la période de détention de 2½ ans. (Par «composante de bonne volonté», nous entendons la partie du prix qui dépasse la valeur comptable.)* Notre liste de «géants de la bonne volonté» était composée de 30 émissions, dont chacune avait une composante de bonne volonté de plus d'un milliard de dollars, représentant plus de la moitié de son prix de marché. La valeur marchande totale de ces articles de bonne volonté à la fin de 1968 était de plus de 120 milliards de dollars! Malgré ces valorisations de marché optimistes, le groupe dans son ensemble a affiché une progression de 15% par action entre décembre 1968 et août 1971, et s'est acquitté le mieux des 20 listes étudiées.

Un fait comme celui-ci ne doit pas être ignoré dans un ouvrage sur les politiques d'investissement. Il est clair qu'au moins un *élan* considérable est attaché aux entreprises qui combinent les vertus de la grande taille, un excellent historique de résultats antérieurs, les attentes du public d'une croissance continue des bénéfices à l'avenir et une forte action du marché sur de nombreuses ans. Même si le prix peut sembler excessif par rapport à nos normes quantitatives, l'élan du marché sous-jacent pourrait bien entraîner ces problèmes plus ou moins indéfiniment. (Naturellement, cette hypothèse ne s'applique pas à chaque problème individuel de la catégorie. Par exemple, le leader de bonne volonté incontestable, IBM, est passé de 315 à 304 au cours de la période de 30 mois.) Il est difficile de juger dans quelle mesure le une action supérieure sur le marché est due à des mérites d'investissement «réels» ou objectifs et dans quelle mesure à une popularité établie de longue date. Il ne fait aucun doute que les deux facteurs sont importants ici. De toute évidence, les actions à long terme et récentes des géants de la bonne volonté sur le marché les recommanderaient pour un portefeuille diversifié d’actions ordinaires. Cependant, notre préférence demeure pour les autres types qui présentent une combinaison de facteurs d'investissement favorables, y compris des valeurs d'actifs d'au moins deux tiers du prix du marché.

Les tests utilisant d'autres critères indiquent en général que les listes aléatoires basées sur un seul facteur favorable ont fait mieux que les listes aléatoires choisies pour le facteur opposé - par exemple, les problèmes à faible multiplicateur ont connu une baisse plus faible au cours de cette période que les problèmes à multiplicateur élevé et à long terme. les payeurs de dividendes à terme ont moins perdu que ceux qui ne versaient pas de dividendes à la fin de 1968. Dans cette mesure, les résultats soutiennent notre recommandation selon laquelle les émissions sélectionnées répondent à une combinaison de critères quantitatifs ou tangibles.

Enfin, nous devrions commenter les résultats beaucoup plus faibles de l'ensemble de nos listes par rapport au record de prix du composite S&P. Cette dernière est pondérée par la taille de chaque entreprise, alors que nos tests sont basés sur la prise d'une part de chaque entreprise. De toute évidence, la plus grande importance accordée aux entreprises géantes par la méthode S&P a fait une différence significative dans les résultats, et souligne une fois de plus leur plus grande stabilité des prix par rapport aux sociétés «run-of-the-mine».

Problèmes de négociation ou stocks d'actifs nets courants

Dans les tests discutés ci-dessus, nous n'avons pas inclus les résultats d'achat de 30 émissions à un prix inférieur à leur valeur d'actif net courant. La raison en était que seulement une poignée, tout au plus, de tels problèmes auraient été trouvés dans le *Guide des actions* à la fin de 1968. Mais la situation a changé dans le déclin de 1970, et aux bas prix de cette année-là, un bon nombre de les actions auraient pu être achetées à un prix inférieur à leur valeur de fonds de roulement. Il a toujours semblé, et semble toujours, ridiculement simple de dire que si l'on peut acquérir un groupe diversifié d'actions ordinaires à un prix inférieur à l'actif net courant applicable uniquement - après déduction de toutes les créances antérieures, et en comptant comme *zéro* les actifs fixes et autres —Les résultats devraient être tout à fait satisfaisants. Selon notre expérience, ils l'ont été pendant plus de 30 ans - disons, entre 1923 et 1957 - à l'exclusion d'une période de véritable procès en 1930-1932.

Cette approche est-elle pertinente au début de 1971? Notre réponse serait un «oui» nuancé. Un survol rapide du *Guide des actions* aurait permis de découvrir une cinquantaine de problèmes ou plus qui semblaient pouvoir être obtenus à une valeur d'actif nette actuelle inférieure ou inférieure à celle-ci. Comme on pouvait s'y attendre, bon nombre d'entre eux avaient mal fonctionné au cours de l'année difficile 1970. Si nous

éliminions ceux qui avaient déclaré des pertes nettes au cours des 12 derniers mois, nous aurions encore suffisamment de problèmes pour constituer une liste diversifiée.

Nous avons inclus dans le tableau 15-2 des données sur cinq émissions vendues à un prix inférieur à leur valeur de fonds de roulement* à leurs *bas* prix de 1970. Ceux-ci donnent à réfléchir sur la nature des fluctuations des cours boursiers. Comment se fait-il que des entreprises bien établies, dont les marques sont connues dans tout le pays, puissent être évaluées à des chiffres aussi bas - au même moment où d'autres préoccupations (avec une meilleure croissance des bénéfices bien sûr) se vendaient pour des milliards de dollars au-delà de ce que leur bilan a montré? Pour citer encore une fois le «vieux temps», l'idée de bonne volonté en tant qu'élément de valeur intangible était généralement associée à un «nom commercial». Des noms tels que Lady Pepperell en draps, Jantzen en maillot de bain et Parker en plume seraient considérés comme des actifs de grande valeur. Mais maintenant, si le «marché n'aime pas une entreprise», non seulement les noms commerciaux renommés, mais les terrains, les bâtiments, les machines et tout ce que vous voulez, ne comptent tous pour rien dans ses échelles. Pascal a dit que «le cœur a ses raisons que la raison ne comprend pas».* Pour «cœur», lisez «Wall Street».

TABLEAU 15-2 Stocks de sociétés importantes vendant à ou en dessous de la valeur liquidative actuelle en 1970

Il y a un autre contraste qui me vient à l'esprit. Lorsque les choses se passent bien et que de nouvelles émissions sont facilement vendables, des offres de stock sans aucune qualité font leur apparition. Ils trouvent rapidement des acheteurs; leurs prix sont souvent augmentés avec enthousiasme juste après leur émission à des niveaux par rapport aux actifs et aux bénéfices, ce qui ferait honte à IBM, Xerox et Polaroid. Wall Street prend cette folie dans sa foulée, sans aucun effort manifeste de quiconque pour arrêter avant l'inévitable effondrement des prix. (La SEC ne peut pas faire beaucoup plus que d'insister sur la divulgation d'informations, dont le public spéculatif ne se soucie pas moins, ou d'annoncer des enquêtes et des

actions punitives généralement légères de toutes sortes après que la lettre de la loi a été clairement enfreinte.) Lorsque bon nombre de ces entreprises minuscules mais grossièrement gonflées disparaissent de la vue, ou presque, tout cela est pris philosophiquement comme «faisant partie du jeu». Tout le monde jure de telles extravagances inexcusables - jusqu'à la prochaine fois.

Merci pour la conférence, dit le doux lecteur. Mais qu'en est-il de vos «problèmes de négociation»? Peut-on vraiment y gagner de l'argent sans prendre de risque sérieux? Oui, en effet, *si* vous pouvez en trouver suffisamment pour former un groupe diversifié, et *si* vous ne perdez pas patience si elles ne progressent pas peu de temps après que vous les ayez achetées. Parfois, la patience nécessaire peut sembler assez considérable. Dans notre édition précédente, nous avons hasardé un seul exemple (p. 188) qui était à jour comme nous l'avons écrit. Il s'agissait de Burton-Dixie Corp., avec des actions se vendant à 20, contre une valeur d'actif net courant de 30 et une valeur comptable d'environ 50. Un profit sur cet achat n'aurait pas été immédiat. Mais en août 1967, tous les actionnaires se sont vu offrir 53 3/4 pour leurs actions, probablement à peu près à leur valeur comptable. Un patient titulaire, qui avait acheté les actions en mars 1964 à 20 ans, aurait réalisé un bénéfice de 165% en 3 ans et demi, soit un rendement annuel non composé de 47%. La plupart des problèmes liés aux bonnes affaires dans notre expérience n'ont pas mis si longtemps à afficher de bons bénéfices, ni un taux aussi élevé. Pour une situation quelque peu similaire, actuelle au moment où nous écrivons, voir notre discussion sur National Presto Industries ci-dessus, p. 168.

Situations spéciales ou «séances d'entraînement»

Abordons brièvement ce domaine, car il est théoriquement inclus dans le programme d'activités d'un investisseur entreprenant. Il a été commenté ci-dessus. Nous fournirons ici quelques exemples du genre et quelques remarques supplémentaires sur ce qu'il semble offrir à un investisseur ouvert d'esprit et alerte.

Trois de ces situations, entre autres, étaient courantes au début de 1971, et elles peuvent être résumées comme suit:

SITUATION 1. Acquisition de Kayser-Roth par Borden's. En janvier 1971, Borden Inc. a annoncé son intention d'acquérir le contrôle de Kayser-Roth («vêtements diversifiés») en donnant 1 1/3 de ses propres actions en échange d'une action de Kayser-Roth. Le lendemain, en trading actif. Borden a clôturé à 26 ans et Kayser-Roth à 28. Si un «opérateur» avait acheté 300 actions de Kayser-Roth et vendu 400 Borden à ces prix et si la

transaction avait été conclue plus tard aux conditions annoncées, il aurait réalisé un bénéfice de environ 24% sur le coût de ses actions, moins les commissions et certains autres éléments. En supposant que l'accord avait été conclu en six mois, son bénéfice final aurait pu être d'environ 40% par an.

SITUATION 2. En novembre 1970, National Biscuit Co. a proposé d'acheter le contrôle d'Aurora Plastics Co. à 11 $ en espèces. Le stock se vendait à environ 8½; il a clôturé le mois à 9 et a continué à y vendre à la fin de l'année. Ici, le bénéfice brut indiqué était à l'origine d'environ 25%, soumis aux risques de non-consommation et à l'élément temps.

SITUATION 3. Universal-Marion Co., qui avait cessé ses activités commerciales, a demandé à ses actionnaires de ratifier la dissolution de la société. Le trésorier a indiqué que les actions ordinaires avaient une valeur comptable d'environ 28½ $ par action, dont une partie substantielle était sous forme liquide. Le titre a clôturé 1970 à 21½, indiquant ici un bénéfice brut possible, si la valeur comptable était réalisée en liquidation, de plus de 30%.

Si des opérations de ce type, menées sur une base diversifiée pour répartir le risque, pouvaient être considérées comme produisant des bénéfices annuels de, disons, 20% ou mieux, elles seraient sans aucun doute plus que simplement intéressantes. Puisqu'il ne s'agit pas d'un livre sur les «situations spéciales», nous n'entrons pas dans les détails de l'entreprise, car c'est vraiment une entreprise. Soulignons deux développements contradictoires ces dernières années. D'une part, le nombre d'offres à choisir a énormément augmenté par rapport à, disons, il y a dix ans. Ceci est la conséquence de ce que l'on pourrait appeler une manie des entreprises à diversifier leurs activités par le biais de divers types d'acquisitions, etc. En 1970, le nombre d '«annonces de fusion» a totalisé quelque 5 000, contre plus de 6 000 en 1969. Les valeurs monétaires totales impliquées dans ces transactions s'élevaient à beaucoup, plusieurs milliards. Peut-être qu'une petite fraction des 5000 annonces aurait pu présenter une opportunité claire d'achat d'actions par un homme dans des situations particulières, mais cette fraction était encore suffisamment importante pour le tenir occupé à étudier, à choisir et à choisir.

De l'autre côté du tableau, une proportion croissante des fusions annoncées n'a pas été réalisée. Dans de tels cas, bien sûr, le profit visé n'est pas réalisé et est susceptible d'être remplacé par une perte plus ou moins grave. Les raisons du non-succès sont nombreuses, notamment

l'intervention antitrust, l'opposition des actionnaires, le changement des «conditions du marché», les indications défavorables d'une étude plus approfondie, l'incapacité de s'entendre sur les détails, etc. L'astuce ici, bien sûr, est d'avoir le jugement, étayé par l'expérience, de choisir les offres les plus susceptibles de réussir et aussi celles qui sont susceptibles d'entraîner la moindre perte en cas d'échec.*

Commentaire supplémentaire sur les exemples ci-dessus

KAYSER-ROTH. Les dirigeants de cette société avaient déjà rejeté (en janvier 1971) la proposition Borden lors de la rédaction de ce chapitre. Si l'opération avait été «annulée» immédiatement, la perte globale, commissions comprises, aurait représenté environ 12% du coût des actions Kayser-Roth.

AURORA PLASTICS. En raison de la mauvaise performance de cette société en 1970, les conditions de rachat ont été renégociées et le prix a été réduit à 10½. Les actions ont été payées fin mai. Le taux de rendement annuel réalisé ici était d'environ 25%.

UNIVERSAL-MARION. Cette société a rapidement effectué une première distribution en espèces et en actions d'une valeur d'environ 7 $ par action, réduisant l'investissement à 14½. Cependant, le prix du marché est tombé aussi bas que 13 par la suite, jetant un doute sur le résultat final de la liquidation.

En supposant que les trois exemples donnés sont assez représentatifs des opportunités «d'entraînement ou d'arbitrage» dans leur ensemble en 1971, il est clair qu'elles ne sont pas attrayantes si elles sont conclues au hasard. C'est devenu plus que jamais un domaine pour les professionnels, avec l'expérience et le jugement nécessaires.

Il y a une lumière latérale intéressante sur notre exemple de Kayser-Roth. À la fin de 1971, le prix est tombé en dessous de 20 tandis que Borden se vendait à 25, ce qui équivaut à 33 pour Kayser-Roth selon les termes de l'offre d'échange. Il semblerait que les administrateurs aient commis une grave erreur en refusant cette opportunité ou que les actions de Kayser-Roth soient désormais fortement sous-évaluées sur le marché. Quelque chose pour un analyste de sécurité à examiner.

Commentaire sur le chapitre 15

> Il est facile dans le monde de vivre selon l'opinion du monde; il est facile dans la solitude de vivre après le nôtre; mais le grand homme est celui qui, au milieu de la foule, garde avec une douceur parfaite l'indépendance de la solitude.
>
> —*Ralph Waldo Emerson*

Pratique, Pratique, Pratique

Max Heine, fondateur des Mutual Series Funds, aimait à dire qu '«il y a beaucoup de routes vers Jérusalem». Ce que voulait dire ce sélecteur de titres magistral, c'est que sa propre méthode de sélection des actions axée sur la valeur n'était pas le seul moyen d'être un investisseur prospère. . Dans ce chapitre, nous examinerons plusieurs techniques que certains des plus grands gestionnaires de fonds actuels utilisent pour sélectionner des actions.

Tout d'abord, cependant, il convient de répéter que pour la plupart des investisseurs, la sélection de titres individuels est inutile, voire déconseillée. Le fait que la plupart des professionnels effectuent un mauvais travail de sélection de titres ne signifie pas que la plupart des amateurs peuvent faire mieux. La grande majorité des personnes qui tentent de sélectionner des actions apprennent qu'elles ne sont pas aussi douées qu'elles le pensaient; les plus chanceux le découvrent très tôt, tandis que les moins fortunés mettent des années à l'apprendre. Un petit pourcentage d'investisseurs peuvent exceller dans la sélection de leurs propres actions. Tout le monde aurait intérêt à obtenir de l'aide, idéalement par le biais d'un fonds indiciel.

Graham a conseillé aux investisseurs de s'entraîner en premier, tout comme les plus grands athlètes et musiciens s'entraînent et répètent avant chaque représentation. Il a suggéré de commencer par passer une année à suivre et à sélectionner des actions (mais *pas* avec de l'argent réel).[1] À l'époque de Graham, vous vous seriez exercé à utiliser un registre d'achats et de ventes hypothétiques sur un bloc juridique; de nos jours, vous pouvez utiliser des «trackers de portefeuille» sur des sites comme www.morningstar.com, http://finance.yahoo.com, http: //money.cnn. com / services / portfolio / ou www.marketocracy.com (sur le dernier site,

ignorez le battage médiatique «battant le marché» sur ses fonds et autres services).

En testant vos techniques avant de les essayer avec de l'argent réel, vous pouvez faire des erreurs sans subir de pertes réelles, développer la discipline pour éviter les échanges fréquents, comparer votre approche avec celles des principaux gestionnaires de fonds et apprendre ce qui fonctionne pour vous. Mieux encore, le suivi du résultat de tous vos choix de titres vous évitera d'oublier que certains de vos intuitions se révèlent être des puants. Cela vous obligera à apprendre de vos gagnants *et de* vos perdants. Après un an, mesurez vos résultats par rapport à ce que vous auriez fait si vous aviez placé tout votre argent dans un fonds indiciel S & P 500. Si vous n'avez pas apprécié l'expérience ou que vos choix ont été médiocres, aucun mal n'est fait - la sélection de titres individuels n'est pas pour vous. Procurez-vous un fonds indiciel et arrêtez de perdre votre temps à choisir des actions.

Si vous avez apprécié l'expérience et obtenu des rendements suffisamment bons, assemblez progressivement un panier d'actions, mais limitez-le à un maximum de 10% de votre portefeuille global (conservez le reste dans un fonds indiciel). Et rappelez-vous, vous pouvez toujours vous arrêter si cela ne vous intéresse plus ou si vos retours tournent mal.

Regarder sous les bons rochers

Alors, comment devriez-vous rechercher un titre potentiellement gratifiant? Vous pouvez utiliser des sites Web comme http://finance.yahoo.com et www.morningstar.com pour filtrer les actions avec les filtres statistiques suggérés au chapitre 14. Ou vous pouvez adopter une approche plus patiente et artisanale. Contrairement à la plupart des gens, bon nombre des meilleurs investisseurs professionnels s'intéressent d'abord à une entreprise lorsque le cours de son action baisse, et non augmente. Christopher Browne du Tweedy Browne Global Value Fund, William Nygren du Oakmark Fund, Robert Rodriguez du FPA Capital Fund et Robert Torray du Torray Fund suggèrent tous de consulter la liste quotidienne des nouveaux plus bas de 52 semaines du *Wall Street Journal* ou du tableau similaire dans la section «Semaine du marché» de *Barron's.* Cela vous dirigera vers des actions et des industries qui ne sont pas à la mode ou mal aimées et qui offrent donc le potentiel de rendements élevés une fois que les perceptions changent.

Christopher Davis des Davis Funds et William Miller de Legg Mason Value Trust aiment voir une augmentation du rendement du capital investi,

ou ROIC - une façon de mesurer l'efficacité avec laquelle une entreprise génère ce que Warren Buffett a appelé les «gains du propriétaire».[2] (Voir l'encadré à la p. 398 pour plus de détails.)

DE L'EPS AU ROIC

Le bénéfice net ou le bénéfice par action (BPA) a été faussé ces dernières années par des facteurs tels que les attributions d'options sur actions et les gains et charges comptables. Pour voir combien une entreprise gagne vraiment sur le capital qu'elle déploie dans ses activités, regardez au-delà de l'EPS en ROIC, ou retournez sur le capital investi. Christopher Davis des Fonds Davis le définit avec cette formule:

ROIC = Capital investi du propriétaire,

où le revenu du propriétaire est égal à:

Bénéfice d'exploitation

plus amortissement

plus l' amortissement de l'écart d'acquisition

moins l'impôt fédéral sur le revenu (payé au taux moyen de l'entreprise)

moins le coût des options d'achat d'actions

moins les dépenses en capital «d'entretien» (ou essentielles)

moins tout revenu généré par des taux de rendement non viables sur les fonds de pension (en 2003, plus de 6,5%)

et où le capital investi est égal à:

Total des actifs

moins la trésorerie (ainsi que les placements à court terme et les passifs courants ne portant pas intérêt)

plus les charges comptables passées qui ont réduit le capital investi.

Le ROIC a le mérite de montrer, après toutes les dépenses légitimes, ce que l'entreprise gagne de ses activités d'exploitation et avec quelle efficacité elle a utilisé l'argent des actionnaires pour générer ce rendement. Un ROIC d'au moins 10% est attractif; même 6% ou 7%

peuvent être tentants si l'entreprise a de bons noms de marque, une gestion ciblée ou est sous un cloud temporaire.

En vérifiant les «comparables» ou les prix auxquels des entreprises similaires ont été acquises au fil des ans, des gestionnaires comme Nygren d'Oakmark et O. Mason Hawkins de Longleaf Partners ont une meilleure idée de la valeur des pièces d'une entreprise. Pour un investisseur individuel, c'est un travail laborieux et difficile: commencez par consulter la note de bas de page «Secteurs d'activité» dans le rapport annuel de l'entreprise, qui répertorie généralement le secteur industriel, les revenus et les bénéfices de chaque filiale. (Le «rapport de gestion et analyse» peut également être utile.) Recherchez ensuite dans une base de données d'actualités comme Factiva, ProQuest ou LexisNexis des exemples d'autres entreprises des mêmes secteurs qui ont récemment été acquises. En utilisant la base de données EDGAR à www.sec.gov pour localiser leurs rapports annuels antérieurs, vous pourrez peut-être déterminer le rapport entre le prix d'achat et les bénéfices de ces sociétés acquises. Vous pouvez ensuite appliquer ce ratio pour estimer combien une entreprise acquéreuse pourrait payer pour une division similaire de la société que vous étudiez.

En analysant séparément chacune des divisions de l'entreprise de cette façon, vous pourrez voir si elles valent plus que le cours actuel des actions. Hawkins de Longleaf aime trouver ce qu'il appelle des «60 cents» ou des sociétés dont les actions se négocient à 60% ou moins de la valeur à laquelle il évalue les entreprises. Cela contribue à fournir la marge de sécurité sur laquelle Graham insiste.

Qui est le boss?

Enfin, la plupart des grands investisseurs professionnels veulent voir qu'une entreprise est dirigée par des gens qui, selon les mots d'Oakmark William Nygren, «pensent comme des propriétaires, pas seulement des gestionnaires». Deux tests simples: les états financiers de l'entreprise sont-ils facilement compréhensibles, ou sont-ils ils sont pleins d'obscurcissement? Les charges «non récurrentes» ou «extraordinaires» ou «inhabituelles» sont-elles exactement cela, ou ont-elles la mauvaise habitude de se reproduire?

Mason Hawkins de Longleaf recherche des chefs d'entreprise qui sont de «bons partenaires», ce qui signifie qu'ils communiquent franchement sur les problèmes, ont des plans clairs pour allouer les flux de trésorerie actuels et futurs et possèdent des participations importantes dans les actions de l'entreprise (de préférence par le biais d'achats en espèces plutôt que par le

biais de subventions d'options). Mais «si les directions parlent plus du cours de l'action que de l'entreprise», prévient Robert Torray du Torray Fund, «cela ne nous intéresse pas.» Christopher Davis des Davis Funds favorise les entreprises qui limitent l'émission d'options sur actions à environ 3% d'actions en circulation.

Chez Vanguard Primecap Fund, Howard Schow suit «ce que l'entreprise a dit un an et ce qui s'est passé la prochaine. Nous voulons voir non seulement si les directions sont honnêtes avec les actionnaires, mais aussi si elles sont honnêtes avec elles-mêmes. »(Si un chef d'entreprise insiste sur le fait que tout est beau quand les affaires bafouillent, attention!) De nos jours, vous pouvez écouter sur les conférences téléphoniques régulières d'une entreprise, même si vous ne possédez que quelques actions; pour connaître le calendrier, appelez le service des relations avec les investisseurs au siège social ou visitez le site Web de l'entreprise.

Robert Rodriguez de FPA Capital Fund revient à la dernière page du rapport annuel de la société, où les chefs de ses divisions opérationnelles sont répertoriés. S'il y a beaucoup de roulement dans ces noms au cours des une ou deux premières années d'un nouveau régime de PDG, c'est probablement un bon signe; il nettoie le bois mort. Mais si le roulement élevé continue, le retournement s'est probablement transformé en bouleversements.

Garder les yeux sur la route

Il y a encore plus de routes vers Jérusalem que celles-ci. Certains gestionnaires de portefeuille de premier plan, comme David Dreman de Dreman Value Management et Martin Whitman des Third Avenue Funds, se concentrent sur les sociétés qui vendent à des multiples d'actifs, de bénéfices ou de flux de trésorerie très faibles. D'autres, comme Charles Royce des Fonds Royce et Joel Tillinghast du Fonds d'actions à bas prix Fidelity, recherchent les petites entreprises sous-évaluées. Et, pour un aperçu trop bref de la façon dont l'investisseur le plus vénéré d'aujourd'hui, Warren Buffett, sélectionne les entreprises, voir l'encadré à la p. 401.

Une technique qui peut être utile: voyez quels principaux gestionnaires de fonds professionnels possèdent les mêmes actions que vous. Si un ou deux noms continuent d'apparaître, accédez aux sites Web de ces sociétés de fonds et téléchargez leurs rapports les plus récents. En voyant quels autres titres ces investisseurs possèdent, vous pouvez en savoir plus sur leurs qualités communes; en lisant les commentaires des managers, vous pouvez avoir des idées sur la façon d'améliorer votre propre approche.[3]

LA VOIE DE WARREN

Le plus grand élève de Graham, Warren Buffett, est devenu l'investisseur le plus prospère du monde en donnant de nouvelles tournures aux idées de Graham. Buffett et son partenaire, Charles Munger, ont combiné la «marge de sécurité» et le détachement de Graham du marché avec leur propre accent innovateur sur la croissance future. Voici un résumé trop bref de l'approche de Buffett:

Il recherche ce qu'il appelle des entreprises «franchisées» avec des marques de consommation fortes, des entreprises facilement compréhensibles, une santé financière solide et des quasi-monopoles sur leurs marchés, comme H & R Block, Gillette et le Washington Post Co. Buffett aime se casser la tête. un titre lorsqu'un scandale, une grosse perte ou d'autres mauvaises nouvelles le traversent comme un nuage d'orage, comme lorsqu'il a acheté Coca-Cola peu après son lancement désastreux de «New Coke» et le krach boursier de 1987. Il veut aussi voir les gestionnaires qui fixent et atteignent des objectifs réalistes; bâtir leur entreprise de l'intérieur plutôt que par acquisition; répartir judicieusement le capital; et ne se payent pas des jackpots de cent millions de dollars d'options sur actions. Buffett insiste sur une croissance régulière et durable de ses bénéfices, de sorte que l'entreprise vaudra plus à l'avenir qu'elle ne l'est aujourd'hui.

Dans ses rapports annuels, archivé sur www.berkshirehathaway. com, Buffett a exposé sa pensée comme un livre ouvert. Probablement aucun autre investisseur, Graham inclus, n'a publiquement révélé plus sur son approche ou écrit de tels essais d'une lisibilité convaincante. (Un proverbe classique de Buffett: «Lorsqu'une direction réputée pour son talent s'attaque à une entreprise réputée pour son mauvais fonctionnement économique, c'est la réputation de l'entreprise qui reste intacte.») Tout investisseur intelligent peut - et devrait - apprendre en lisant ceci propres mots du maître.

Peu importe les techniques qu'ils utilisent pour sélectionner des actions, les professionnels de l'investissement qui réussissent ont deux choses en commun: d'abord, ils sont disciplinés et cohérents, refusant de changer leur approche même lorsqu'elle n'est pas à la mode. Deuxièmement, ils pensent beaucoup à ce qu'ils font et comment le faire, mais ils accordent très peu d'attention à ce que fait le marché.

Chapitre 16
Émissions convertibles et bons de souscription

C Les obligations et les actions privilégiées onvertible ont pris une importance prépondérante au cours des dernières années dans le domaine du financement senior. Parallèlement, les bons de souscription d'options d'achat d'actions - qui sont des droits à long terme d'acheter des actions ordinaires aux prix stipulés - sont devenus de plus en plus nombreux. Plus de la moitié des émissions privilégiées désormais citées dans le Standard & Poor's *Stock Guide* bénéficient de privilèges de conversion, et cela a également été vrai pour une grande partie du financement des *obligations de* sociétés en 1968-1970. Il existe au moins 60 séries différentes de bons de souscription d'actions négociés à la Bourse américaine. En 1970, pour la première fois de son histoire, la Bourse de New York a inscrit une émission de bons de souscription à long terme, donnant le droit d'acheter 31 400 000 American Tel. & Tél. actions à 52 $ chacune. Avec "Mother Bell" maintenant à la tête de cette procession, il est lié à être augmenté par de nombreux nouveaux fabricants de mandats. (Comme nous le soulignerons plus loin, ils sont une fabrication à plus d'un titre.) *

Dans l'ensemble, les émissions convertibles occupent une place beaucoup plus importante que les warrants, et nous en discuterons d'abord. Il y a deux aspects principaux à considérer du point de vue de l'investisseur. Premièrement, comment se classent-ils comme opportunités et risques d'investissement? Deuxièmement, comment leur existence affecte-t-elle la valeur des émissions d'actions ordinaires connexes?

Les émissions convertibles seraient particulièrement avantageuses pour l'investisseur et la société émettrice. L'investisseur bénéficie de la protection supérieure d'une obligation ou d'une action privilégiée, ainsi que de la possibilité de participer à toute augmentation substantielle de la valeur de l'action ordinaire. L'émetteur est en mesure de lever des capitaux à un taux d'intérêt modéré ou à un coût de dividende privilégié et, si la prospérité attendue se concrétise, l'émetteur se débarrassera de l'obligation principale en la faisant échanger en actions ordinaires. Ainsi, les deux parties au marché s'en tireront exceptionnellement bien.

De toute évidence, le paragraphe précédent doit surestimer le cas quelque part, car vous ne pouvez pas, par un simple appareil ingénieux, faire beaucoup mieux pour les deux parties. En échange du privilège de conversion, l'investisseur abandonne généralement quelque chose d'important en qualité ou en rendement, ou les deux.[1] À l'inverse, si la société obtient son argent à moindre coût en raison de la fonction de conversion, elle renonce en contrepartie à la prétention des actionnaires ordinaires à une amélioration future. À ce sujet, il y a un certain nombre d'arguments délicats à avancer à la fois pour et contre. La conclusion la plus sûre qui puisse être tirée est que les émissions convertibles sont comme toute autre *forme* de sécurité, dans la mesure où leur forme elle-même ne garantit ni l'attractivité ni l'attractivité. Cette question dépendra de tous les faits entourant la question individuelle. [*]

Nous savons, cependant, que le groupe d'émissions convertibles flottées pendant la dernière partie d'un marché haussier devrait donner des résultats globalement insatisfaisants. (C'est à des périodes aussi optimistes, malheureusement, que la plupart des financements convertibles ont été effectués dans le passé.) Les mauvaises conséquences doivent être inévitables, du moment même, car une large baisse du marché boursier doit invariablement faire du privilège de conversion beaucoup moins attrayant - et remettent souvent en question la sécurité sous-jacente du problème lui-même. [‡] À titre d'illustration de groupe, nous conserverons l'exemple utilisé dans notre première édition du comportement des prix relatifs des actions privilégiées convertibles et droites (non convertibles) offertes en 1946, l'année de clôture du marché haussier précédant celle extraordinaire qui a commencé en 1949.

TABLEAU 16-1 Registre des prix des nouvelles émissions d'actions privilégiées offertes en 1946

Une présentation comparable est difficile à faire pour les années 1967-1970, car il n'y avait pratiquement pas de nouvelles offres de non convertibles au cours de ces années. Mais il est facile de démontrer que la

baisse moyenne des prix des actions privilégiées convertibles de décembre 1967 à décembre 1970 a été plus importante que celle des actions ordinaires dans leur ensemble (qui n'a perdu que 5%). De même, les convertibles semblent avoir fait un peu pire que les actions privilégiées droites plus anciennes au cours de la période de décembre 1968 à décembre 1970, comme le montre l'échantillon de 20 émissions de chaque type dans le tableau 16-2. Ces comparaisons démontreraient que les titres convertibles dans leur ensemble ont une qualité relativement médiocre en tant qu'émissions de premier rang et sont également liés à des actions ordinaires qui font pire que le marché général, sauf pendant une recrudescence spéculative. Bien entendu, ces observations ne s'appliquent pas à toutes les émissions convertibles. En 1968 et 1969 en particulier, un bon nombre de sociétés solides ont utilisé des émissions convertibles pour lutter contre les taux d'intérêt excessivement élevés, même pour les obligations de première qualité. Mais il est à noter que dans notre échantillon de 20 actions privilégiées convertibles, un seul a affiché une avance et 14 ont subi de mauvaises baisses. *

TABLEAU 16-2 Registre des prix des actions privilégiées, des actions ordinaires et des bons de souscription, décembre 1970 par rapport à décembre 1968
(sur la base d'échantillons aléatoires de 20 émissions chacun)

(L'indice composite Standard & Poor's de 500 actions ordinaires a baissé de 11,3%.)

La conclusion à tirer de ces chiffres n'est pas que les émissions convertibles sont en elles-mêmes moins souhaitables que les titres non convertibles ou «simples». Toutes choses étant égales par ailleurs, l'inverse est vrai. Mais nous voyons clairement que d'autres choses *ne* sont *pas* égales dans la pratique et que l'ajout du privilège de conversion trahit souvent - peut-être généralement - une absence de véritable qualité d'investissement pour le problème.

Il est vrai, bien sûr, qu'un convertible privilégié est plus sûr que les actions ordinaires de la même société, c'est-à-dire qu'il comporte un risque moindre de perte éventuelle de capital. Par conséquent, ceux qui achètent de nouveaux convertibles au lieu des actions ordinaires correspondantes sont logiques dans cette mesure. Mais dans la plupart des cas, le commun n'aurait pas été un achat intelligent au départ, au prix courant, et la substitution du cabriolet préféré n'a pas suffisamment amélioré l'image. De plus, une grande partie de l'achat de convertibles a été effectuée par des investisseurs qui n'avaient pas d'intérêt particulier ni de confiance dans les actions ordinaires - c'est-à-dire qu'ils n'auraient jamais pensé à acheter des actions ordinaires à l'époque - mais qui étaient tentés par ce qui semblait combinaison idéale d'une créance antérieure plus un privilège de conversion proche du marché actuel. Dans un certain nombre de cas, cette combinaison a bien fonctionné, mais les statistiques semblent montrer qu'elle est plus susceptible de constituer un piège.

En ce qui concerne la propriété des convertibles, il existe un problème spécial que la plupart des investisseurs ne réalisent pas. Même lorsqu'un profit apparaît, il entraîne un dilemme. Si le titulaire vend sur une petite hausse; devrait-il tenir pour une avance beaucoup plus grande; si l'émission est appelée - comme cela arrive souvent lorsque le commun a considérablement augmenté - devrait-il alors le vendre ou le convertir et le conserver? *

Parlons concrètement. Vous achetez une obligation de 6% à 100, convertible en actions à 25, c'est-à-dire au taux de 40 actions pour chaque obligation de 1 000 $. Le stock passe à 30, ce qui fait que l'obligation vaut au moins 120, et donc il se vend à 125. Vous vendez ou détenez. Si vous détenez, en espérant un prix plus élevé, vous êtes à peu près dans la position d'un actionnaire ordinaire, car si l'action baisse, votre obligation baissera également. Un conservateur est susceptible de dire qu'au-delà de 125, sa position est devenue trop spéculative, et donc il vend et réalise un profit gratifiant de 25%.

Jusqu'ici tout va bien. Mais poursuivez un peu. Dans de nombreux cas, lorsque le détenteur vend à 125, les actions ordinaires continuent de progresser, emportant le cabriolet avec lui, et l'investisseur éprouve cette douleur particulière qui vient à l'homme qui a vendu beaucoup trop tôt. La prochaine fois, il décide de tenir 150 ou 200. Le problème monte à 140 et il ne vend pas. Puis le marché casse et son lien descend à 80. Encore une fois, il a fait la mauvaise chose.

Mis à part l'angoisse mentale impliquée dans la formulation de ces mauvaises suppositions - et elles semblent presque inévitables - il existe un véritable inconvénient arithmétique aux opérations sur les problèmes convertibles. On peut supposer qu'une politique sévère et uniforme de vente à 25% ou 30% de profit fonctionnera mieux lorsqu'elle est appliquée à de nombreuses exploitations. Cela marquerait alors la limite supérieure du profit et ne serait réalisé que sur les questions qui ont bien fonctionné. Mais si, comme cela semble vrai, ces problèmes manquent souvent de sécurité sous-jacente adéquate et ont tendance à être introduits et achetés aux derniers stades d'un marché haussier, alors une bonne partie d'entre eux n'atteindra pas 125 mais ne manquera pas de s'effondrer lorsque le marché baisse. Ainsi, les opportunités spectaculaires dans les cabriolets se révèlent illusoires dans la pratique, et l'expérience globale est marquée par autant de pertes substantielles - au moins temporaires - que de gains d'une ampleur similaire.

En raison de l'extraordinaire durée du marché haussier de 1950-1968, les émissions convertibles dans leur ensemble se sont bien représentées pendant environ 18 ans. Mais cela signifiait seulement que la grande majorité des actions ordinaires ont bénéficié de grandes avancées, dans lesquelles la plupart des émissions convertibles ont pu se partager. La solidité de l'investissement dans les émissions convertibles ne peut être testée que par leur performance dans un marché boursier en baisse - et cela a toujours été décevant dans son ensemble. *

Dans notre première édition (1949), nous avons donné une illustration de ce problème particulier de «quoi faire» avec un cabriolet quand il monte. Nous pensons qu'il mérite toujours d'être inclus ici. Comme plusieurs de nos références, il est basé sur nos propres opérations d'investissement. Nous étions membres d'un «groupe restreint», principalement des fonds d'investissement, qui a participé à une offre privée de débentures convertibles à 4½% d'Eversharp Co. au pair, convertibles en actions ordinaires à 40 $ par action. Le titre a progressé rapidement à 65½, puis (après une scission de trois pour deux) à l'équivalent de 88. Ce dernier prix a fait les débentures convertibles une valeur de pas moins de 220. Pendant cette période, les deux émissions ont été appelées avec une petite prime ; ils ont donc été pratiquement tous convertis en actions ordinaires, qui ont été conservées par un certain nombre des acheteurs de fonds d'investissement d'origine des débentures. Le prix a rapidement entamé une baisse sévère et, en mars 1948, le titre s'est vendu à 7 3/8. Cela représentait une valeur de seulement 27 pour les émissions de débentures, soit une perte de 75% du prix d'origine au lieu d'un bénéfice supérieur à 100%.

Le vrai point de cette histoire est que certains des acheteurs initiaux ont converti leurs obligations en actions et ont détenu les actions pendant sa grande baisse. Ce faisant, ils allaient à l'encontre d'une vieille maxime de Wall Street, qui dit: «Ne convertissez jamais une obligation convertible». Pourquoi ce conseil? Parce qu'une fois que vous vous convertissez, vous avez perdu votre combinaison stratégique de demandeur antérieur en intérêts plus une chance de réaliser un profit attractif. Vous êtes probablement passé de l'investisseur au spéculateur, et assez souvent à un moment peu propice (car le titre a déjà connu une forte progression). Si «ne jamais convertir un convertible» est une bonne règle, comment se fait-il que ces gestionnaires de fonds expérimentés aient échangé leurs obligations Eversharp contre des actions, à leur perte embarrassante ultérieure? La réponse est sans aucun doute qu'ils se sont laissés emporter par l'enthousiasme pour les perspectives de la société ainsi que par «l'action favorable du marché» des actions. Wall Street a quelques principes prudents; le problème est qu'ils sont toujours oubliés lorsqu'ils sont le plus nécessaires. * D'où cet autre dicton célèbre des anciens: "Faites ce que je dis, pas ce que je fais."

Notre attitude générale à l'égard des nouvelles émissions convertibles est donc méfiante. Nous voulons dire ici, comme dans d'autres observations similaires, que l'investisseur doit regarder plus de deux fois avant de les acheter. Après un examen aussi hostile, il peut trouver des offres exceptionnelles trop bonnes pour être refusées. La combinaison idéale, bien sûr, est un cabriolet fortement sécurisé, échangeable contre une action ordinaire qui est elle-même attrayante, et à un prix légèrement supérieur à celui du marché actuel. De temps en temps une nouvelle offre apparaît qui répond à ces exigences. Par la nature des marchés des valeurs mobilières, cependant, vous êtes plus susceptible de trouver une telle opportunité dans une émission plus ancienne qui est devenue une position favorable plutôt que dans une nouvelle introduction en bourse. (Si un nouveau problème est très important, il est peu probable qu'il ait un bon privilège de conversion.)

Le juste équilibre entre ce qui est donné et ce qui est retenu dans une émission convertible de type standard est bien illustré par l'utilisation extensive de ce type de garantie dans le financement de l'American Telephone & Telegraph Company. Entre 1913 et 1957, la société a vendu au moins neuf émissions distinctes d'obligations convertibles, la plupart par le biais de droits de souscription aux actionnaires. Les obligations convertibles avaient l'avantage important pour la société de faire appel à une catégorie d'acheteurs beaucoup plus large que celle qui aurait été disponible pour une offre d'actions, car les obligations étaient populaires auprès de nombreuses institutions financières qui possèdent d'énormes

ressources mais dont certaines n'étaient pas autorisées à acheter des actions. Le rendement des intérêts sur les obligations a généralement été inférieur à la moitié du rendement du dividende correspondant sur l'action, un facteur qui a été calculé pour compenser la créance antérieure des détenteurs d'obligations. Étant donné que la société a maintenu son taux de dividende de 9 $ pendant 40 ans (de 1919 au fractionnement des actions en 1959), le résultat a été la conversion éventuelle de presque toutes les émissions convertibles en actions ordinaires. Ainsi, les acheteurs de ces cabriolets se sont bien comportés au fil des ans, mais pas aussi bien que s'ils avaient acheté le capital-actions en premier lieu. Cet exemple établit la solidité d'American Telephone & Telegraph, mais pas l'attractivité intrinsèque des obligations convertibles. Pour les prouver en pratique, nous devrions avoir besoin d'un certain nombre de cas dans lesquels le cabriolet a bien fonctionné, même si les actions ordinaires se sont avérées décevantes. De tels cas ne sont pas faciles à trouver. [*]

Effet des émissions convertibles sur l'état des actions ordinaires

Dans un grand nombre de cas, des convertibles ont été émis dans le cadre de fusions ou de nouvelles acquisitions. L'exemple peut-être le plus frappant de cette opération financière a été l'émission par la NVF Corp. de près de 100 000 000 $ de ses obligations convertibles à 5% (plus les bons de souscription) en échange de la plupart des actions ordinaires de Sharon Steel Co. Cette affaire extraordinaire est discutée ci-dessous pp 429–433. En règle générale, la transaction entraîne une augmentation pro forma du bénéfice par action déclaré des actions ordinaires; les actions progressent en réponse à leurs bénéfices plus importants, soi-disant, mais aussi parce que la direction a donné la preuve de son énergie, de son entreprise et de sa capacité à faire plus d'argent pour les actionnaires. [*] Mais il existe deux facteurs de compensation, dont l'un est pratiquement ignoré et l'autre entièrement dans les marchés optimistes. Le premier est la dilution réelle des bénéfices actuels et futurs sur les actions ordinaires qui découlent arithmétiquement des nouveaux droits de conversion. Cette dilution peut être quantifiée en prenant les bénéfices récents ou en supposant d'autres chiffres et en calculant le bénéfice ajusté par action si toutes les actions convertibles ou obligations ont été réellement converties. Dans la majorité des entreprises, la réduction des chiffres par action qui en résulte n'est pas significative. Mais il existe de nombreuses exceptions à cette affirmation, et il existe un risque qu'elles se développent à un rythme inconfortable. Les «conglomérats» en pleine expansion ont été les principaux praticiens de la légendaire convertible. Dans le tableau 16-3, nous listons sept sociétés avec de grandes quantités d'actions pouvant être émises lors de conversions ou contre des bons de souscription. [‡]

Commutateurs indiqués des actions ordinaires aux actions privilégiées

Pendant des décennies avant, disons, 1956, les actions ordinaires ont rapporté plus que les actions privilégiées des mêmes sociétés; cela était particulièrement vrai si l'action privilégiée avait un privilège de conversion proche du marché. L'inverse est généralement vrai à l'heure actuelle. Par conséquent, il existe un nombre considérable d'actions privilégiées convertibles qui sont clairement plus attrayantes que les actions ordinaires connexes. Les propriétaires de la commune n'ont rien à perdre et des avantages importants à gagner en passant de leurs actions juniors à l'émission senior.

TABLEAU 16-3 Sociétés avec de grandes quantités d'émissions convertibles et de bons de souscription à la fin de 1969 (actions en milliers)

EXEMPLE : Un exemple typique a été présenté par Studebaker-Worthington Corp. à la fin de 1970. Le commun s'est vendu à 57, tandis que le cabriolet à 5 $ a terminé à 87½. Chaque action privilégiée est échangeable contre 1½ action ordinaire, puis vaut 85½. Cela indiquerait une petite différence d'argent par rapport à l'acheteur du produit préféré. Mais les dividendes sont versés sur les actions ordinaires au taux annuel de 1,20 $ (ou 1,80 $ pour les actions 1½), contre les 5 $ pouvant être obtenus sur une action privilégiée. Ainsi, la différence défavorable de prix d'origine serait probablement compensée en moins d'un an, après quoi le produit préféré donnerait probablement un rendement de dividende sensiblement plus élevé que le commun pendant un certain temps encore. Mais le plus important, bien sûr, serait la position de haut niveau que l'actionnaire ordinaire gagnerait grâce à l'échange. Aux *bas* prix de 1968 et de nouveau en 1970, les privilégiés ont vendu 15 points de plus que

1½ actions ordinaires. Son privilège de conversion garantit qu'il ne pourra jamais vendre moins cher que le package commun.[2]

Bons de souscription d’actions

Ne mâchons pas de mots au départ. Nous considérons le développement récent des bons de souscription d'actions comme une quasi-fraude, une menace existante et une catastrophe potentielle. Ils ont créé d'énormes «valeurs» globales en dollars à partir de rien. Ils n'ont aucune excuse à l'existence que dans la mesure où ils induisent en erreur les spéculateurs et les investisseurs. Ils devraient être interdits par la loi, ou du moins strictement limités à une partie mineure de la capitalisation totale d'une entreprise. [*]

Pour une analogie en histoire générale et en littérature, nous renvoyons le lecteur à la section de *Faust* (partie 2), dans laquelle Goethe décrit l'invention du papier-monnaie. En tant que précédent inquiétant de l'histoire de Wall Street, nous pouvons mentionner les bons de souscription d'American & Foreign Power Co., qui en 1929 avaient une valeur marchande de plus d'un milliard de dollars, bien qu'ils n'apparaissent que dans une note de bas de page au bilan de l'entreprise. En 1932, ce milliard de dollars était tombé à 8 millions de dollars et, en 1952, les bons de souscription avaient été anéantis lors de la recapitalisation de l'entreprise, même si elle était restée solvable.

À l'origine, les bons de souscription d'actions étaient attachés de temps à autre à des émissions d'obligations et équivalaient généralement à un privilège de conversion partielle. Ils n'étaient pas importants en quantité et n'ont donc pas fait de mal. Leur utilisation s'est développée à la fin des années 1920, ainsi que de nombreux autres abus financiers, mais ils ont perdu de vue pendant de longues années par la suite. Ils devaient revenir, comme les mauvais sous, et depuis 1967, ils sont devenus des «instruments de financement» familiers. En fait, une procédure standard a été développée pour lever des capitaux pour de nouvelles entreprises immobilières, affiliées à de grandes banques. , en vendant des unités d'un nombre égal d'actions ordinaires et des bons de souscription pour acheter des actions ordinaires supplémentaires au même prix. *Exemple:* En 1971, CleveTrust Realty Investors a vendu 2 500 000 de ces combinaisons d'actions ordinaires (ou «actions d'intérêt véritable») et de bons de souscription, pour 20 $ l'unité.

Voyons un instant ce qui est réellement impliqué dans cette configuration financière. Habituellement, une émission d'actions ordinaires a le premier droit d'acheter des actions ordinaires supplémentaires lorsque

les administrateurs de la société jugent souhaitable de lever des capitaux de cette manière. Ce soi-disant «droit de préemption» est l'un des éléments de valeur entrant dans la propriété des actions ordinaires, ainsi que le droit de recevoir des dividendes, de participer à la croissance de l'entreprise et de voter pour les administrateurs. Lorsque des bons de souscription distincts sont émis pour le droit de souscrire du capital supplémentaire, cette action enlève une partie de la valeur inhérente à une action ordinaire ordinaire et la transfère à un certificat distinct. Une chose analogue pourrait être faite en émettant des certificats séparés pour le droit de recevoir des dividendes (pour une période limitée ou illimitée), ou le droit de partager le produit de la vente ou de la liquidation de l'entreprise, ou le droit de vote sur les actions. Pourquoi alors ces bons de souscription sont-ils créés dans le cadre de la structure du capital d'origine? Tout simplement parce que les gens sont inexpérimentés en matière financière. Ils ne réalisent pas que les actions ordinaires valent moins avec des bons de souscription en circulation qu'autrement. Par conséquent, l'ensemble des actions et des bons de souscription offre généralement un meilleur prix sur le marché que l'action seule. Veuillez noter que dans les rapports habituels de la société, le bénéfice par action est (ou a été) calculé sans tenir compte de l'effet des bons de souscription en circulation. Le résultat est, bien entendu, de surestimer la véritable relation entre les bénéfices et la valeur de marché de la capitalisation de l'entreprise. *

La méthode la plus simple et probablement la meilleure pour permettre l'existence de bons de souscription consiste à ajouter l'équivalent de leur valeur marchande à la capitalisation des actions ordinaires, augmentant ainsi le «vrai» prix du marché par action. Lorsqu'un grand nombre de bons de souscription a été émis dans le cadre de la vente de titres de premier rang, il est habituel de procéder à l'ajustement en supposant que le produit du paiement des actions est utilisé pour retirer les obligations ou actions privilégiées connexes. Cette méthode ne permet pas de manière adéquate la «valeur de prime» habituelle d'un bon de souscription au-dessus de la valeur exerçable. Dans le tableau 16-4, nous comparons l'effet des deux méthodes de calcul dans le cas de National General Corp. pour l'année 1970.

La société elle-même tire-t-elle un avantage de la création de ces warrants, en ce sens qu'ils lui assurent en quelque sorte de recevoir des capitaux supplémentaires lorsqu'elle en a besoin? Pas du tout. D'ordinaire, il n'y a aucun moyen pour l'entreprise de demander aux titulaires de bons d'exercer leurs droits et donc de fournir de nouveaux capitaux à la société avant la date d'expiration des bons de souscription. Dans l'intervalle, si la société souhaite lever des fonds supplémentaires en actions ordinaires, elle doit offrir les actions à ses actionnaires de la manière habituelle, ce qui

signifie un peu moins que le cours du marché. Les mandats ne sont d'aucune aide dans une telle opération; ils ne font que compliquer la situation en exigeant fréquemment une révision à la baisse de leur propre prix de souscription. Une fois de plus, nous affirmons que les grandes émissions de bons de souscription d'actions ne servent à rien, sauf pour fabriquer des valeurs de marché imaginaires.

Le papier-monnaie que Goethe connaissait, quand il a écrit son *Faust,* était les fameux assignats français qui avaient été salués comme une merveilleuse invention, et étaient finalement destinés à perdre toute leur valeur - tout comme le milliard de dollars américains et étrangers. Bons de pouvoir. * Certaines des remarques du poète s'appliquent également à une invention ou à une autre, comme les suivantes (dans la traduction de Bayard Taylor):

TABLEAU 16-4 Calcul du «prix réel du marché» et du rapport cours / bénéfice rajusté d'une action ordinaire avec de grandes quantités de bons de souscription en circulation

Il est à noter que, après charges spéciales, le calcul de la société a pour effet d'augmenter le résultat par action et de réduire le ratio P / E. C'est manifestement absurde. Selon notre méthode suggérée, l'effet de la dilution est d'augmenter sensiblement le rapport P / E, comme il se doit.

FAUST: L' imagination dans son vol le plus haut s'exerce mais ne peut pas la saisir tout à fait.

MEPHISTOPHELES (l'inventeur): Si l'on a besoin de pièces, le courtier est prêt.

LE FOOL (enfin): Le papier magique…!

Post-scriptum pratique

Le crime des mandats consiste à «être né». * Une fois nés, ils fonctionnent comme d'autres formes de sécurité et offrent des chances de profit ainsi que de perte. Presque tous les nouveaux mandats ont une durée limitée, généralement entre cinq et dix ans. Les bons de souscription plus anciens étaient souvent perpétuels, et ils étaient susceptibles d'avoir des historiques de prix fascinants au fil des ans.

EXEMPLE : Le livre des records montrera que les bons de souscription de Tri-Continental Corp., qui datent de 1929, se vendaient à 1/32 de dollar chacun dans le creux de la dépression. De ce domaine modeste, leur prix est passé à un magnifique 75 3/4 en 1969, une avance astronomique de quelque 242 000%. (Les bons de souscription se sont ensuite vendus considérablement plus élevés que les actions elles-mêmes; c'est le genre de chose qui se produit à Wall Street par le biais de développements techniques, tels que le fractionnement des actions.) Un exemple récent est fourni par les bons de souscription Ling-Temco-Vought, qui dans le premier la moitié de 1971 est passée de 2½ à 12½, puis est retombée à 4.

Il ne fait aucun doute que des opérations astucieuses peuvent être menées de temps à autre dans des mandats, mais il s'agit là d'un sujet trop technique pour discussion. Nous pourrions dire que les bons de souscription ont tendance à se vendre relativement plus haut que les composantes de marché correspondantes liées au privilège de conversion des obligations ou des actions privilégiées. Dans cette mesure, il existe un argument valable pour vendre des obligations assorties de bons de souscription plutôt que de créer un facteur de dilution équivalent par une émission convertible. Si le total du mandat est relativement faible, il est inutile de prendre trop au sérieux son aspect théorique; si l'émission de bons de souscription est importante par rapport aux actions en circulation, cela indiquerait probablement que la société a une capitalisation senior de premier plan. Il devrait plutôt vendre des actions ordinaires supplémentaires. Ainsi, l'objectif principal de notre attaque contre les warrants en tant que mécanisme financier n'est pas de condamner leur utilisation dans le cadre d'émissions obligataires de taille moyenne, mais de plaider contre la création gratuite d'énormes monstruosités «papier-monnaie» de ce genre.

*** Graham détestait les mandats, comme il l'indique clairement aux pp. 413 et 416.**

*** Graham souligne que, malgré la rhétorique promotionnelle que les investisseurs entendent habituellement, les obligations convertibles n'offrent pas automatiquement «le meilleur des deux mondes». Un rendement plus élevé et un risque plus faible ne vont *pas* toujours de pair. Ce que Wall Street donne d'une main, il l'emporte généralement de l'autre. Un investissement peut offrir le meilleur d'un monde ou le pire d'un autre; mais le meilleur des deux mondes devient rarement disponible dans un seul paquet.**

† Selon Goldman Sachs et Ibbotson Associates, de 1998 à 2002, les convertibles ont généré un rendement annuel moyen de 4,8%. C'était nettement mieux que la perte annuelle de 0,6% sur les actions américaines, mais bien pire que les rendements des obligations de sociétés à moyen terme (un gain annuel de 7,5%) et des obligations de sociétés à long terme (un gain annuel de 8,3%). Au milieu des années 90, selon Merrill Lynch, environ 15 milliards de dollars de convertibles ont été émis chaque année; en 1999, les émissions avaient plus que doublé pour atteindre 39 milliards de dollars. En 2000, 58 milliards de dollars de cabriolets ont été émis, et en 2001, 105 milliards de dollars supplémentaires ont émergé. Comme l'avertit Graham, les titres convertibles sortent toujours de la menuiserie vers la fin d'un marché haussier, principalement parce que même les sociétés de mauvaise qualité ont alors des rendements boursiers suffisamment élevés pour rendre la fonction de conversion intéressante.

*** Les récents changements structurels sur le marché des convertibles ont annulé certaines de ces critiques. Les actions privilégiées convertibles, qui représentaient environ la moitié du marché convertible total à l'époque de Graham, ne représentent désormais qu'un huitième du marché. Les échéances sont plus courtes, ce qui rend les obligations convertibles moins volatiles, et nombre d'entre elles sont désormais assorties d'une «protection contre les appels» ou de garanties contre un remboursement anticipé. Et plus de la moitié de tous les convertibles sont désormais de qualité investment grade, une amélioration significative de la qualité du crédit depuis l'époque de Graham. Ainsi, en 2002, l'indice Merrill Lynch All US Convertible a**

perdu 8,6% - en dépit de la perte de 22,1% de l'indice boursier S & P 500 et de la baisse de 31,3% de l'indice boursier NASDAQ Composite.

*** Une obligation est «appelée» lorsque la société émettrice la rembourse de force avant la date d'échéance indiquée ou la date d'échéance finale pour le paiement des intérêts. Pour un bref résumé du fonctionnement des obligations convertibles, voir la note 1 dans le commentaire de ce chapitre (p. 418).**

*** Au cours des dernières années, les convertibles ont eu tendance à surperformer l'indice Standard & Poor's 500-stock pendant les marchés boursiers en baisse, mais ils ont généralement sous-performé les autres obligations - ce qui affaiblit, mais n'annule pas complètement, la critique que Graham fait ici.**

*** Cette phrase pourrait servir d'épitaphe pour le marché haussier des années 1990. Parmi les «quelques principes prudents» que les investisseurs ont oubliés figuraient des clichés du marché tels que «Les arbres ne poussent pas vers le ciel» et «Les taureaux font de l'argent, les ours font de l'argent, mais les porcs sont abattus».**

*** AT&T Corp. n'est plus un émetteur important d'obligations convertibles. Aujourd'hui, parmi les plus grands émetteurs de convertibles figurent General Motors, Merrill Lynch, Tyco International et Roche.**

*** Pour plus de détails sur les résultats financiers «pro forma», voir le commentaire du chapitre 12.**

† Ces dernières années, les obligations convertibles ont été fortement émises par des sociétés des secteurs financier, de la santé et de la technologie.

*** Les mandats étaient une technique extrêmement répandue de financement des entreprises au XIXe siècle et étaient assez courants même à l'époque de Graham. Depuis, leur importance et leur popularité ont diminué - l'un des rares développements récents qui donneraient à Graham un plaisir sans réserve. À la fin de 2002, il ne restait plus que sept émissions de bons de souscription à la Bourse de New York - seul le vestige fantomatique d'un marché. Parce que les warrants ne sont plus couramment utilisés par les grandes entreprises, les investisseurs d'aujourd'hui devraient lire le reste du chapitre de Graham uniquement pour voir comment sa logique fonctionne.**

*** Aujourd'hui, le dernier reste d'activité dans les warrants se trouve dans le puisard du «babillard» NASDAQ ou du marché de gré à gré pour les petites entreprises, où les actions ordinaires sont souvent regroupées avec des warrants dans une «unité» (l'équivalent contemporain de ce que Graham appelle un «paquet»). Si un courtier vous propose de vous vendre des «parts» dans n'importe quelle entreprise, vous pouvez être certain à 95% qu'il s'agit de bons de souscription et à 90% au moins que le courtier est soit un voleur, soit un idiot. Les courtiers et entreprises légitimes n'ont aucune activité dans ce domaine.**

*** Les «assignats français notoires» ont été émis lors de la Révolution de 1789. Il s'agissait à l'origine de dettes du gouvernement révolutionnaire, prétendument garanties par la valeur des biens immobiliers que les radicaux avaient saisis de l'église catholique et de la noblesse. Mais les révolutionnaires étaient de mauvais gestionnaires financiers. En 1790, le taux d'intérêt sur les assignats a été réduit; ils ont bientôt cessé de payer entièrement les intérêts et ont été reclassés en papier-monnaie. Mais le gouvernement a refusé de les échanger contre de l'or ou de l'argent et a émis d'énormes quantités de nouveaux assignats. Ils ont été officiellement déclarés sans valeur en 1797.**

*** Graham, un lecteur enthousiaste de la littérature espagnole, paraphrase une ligne de la pièce *Life Is a Dream* de Pedro Calderon de la Barca (1600-1681): "Le plus grand crime de l'homme est d'être né."**

Commentaire sur le chapitre 16

Ce que tu semes n'est pas vivifié, sinon il meurt.

-*JE. Corinthiens,* XV: 36.

Le zèle du converti

Bien que les obligations convertibles soient appelées «obligations», elles se comportent comme des actions, fonctionnent comme des options et sont cachées dans l'obscurité.

Si vous possédez un convertible, vous détenez également une option: vous pouvez soit conserver l'obligation et continuer à y gagner des intérêts, soit l'échanger contre des actions ordinaires de la société émettrice selon un ratio prédéterminé. (Une option donne à son propriétaire le droit d'acheter ou de vendre un autre titre à un prix donné dans une période de temps donnée.) Parce qu'ils sont échangeables en actions, les convertibles paient des taux d'intérêt inférieurs à ceux de la plupart des obligations comparables. D'un autre côté, si le cours des actions d'une entreprise s'envole, une obligation convertible échangeable en cette action fonctionnera beaucoup mieux qu'une obligation conventionnelle. (Inversement, le cabriolet typique - avec son taux d'intérêt plus bas - s'en tirera moins bien dans un marché obligataire en baisse.)[1]

De 1957 à 2002, selon Ibbotson Associates, les obligations convertibles ont généré un rendement annuel moyen de 8,3%, soit seulement deux points de pourcentage de moins que le rendement total des actions, mais avec des prix plus stables et des pertes moins importantes.[2] Plus de revenus, moins de risques que les actions: il n'est pas étonnant que les vendeurs de Wall Street décrivent souvent les convertibles comme un investissement «du meilleur des deux mondes». Mais l'investisseur intelligent se rendra rapidement compte que les convertibles offrent moins de revenus et plus de risques que la plupart des autres *obligations.* Ils pourraient donc, selon la même logique et avec la même justice, être qualifiés d'investissement du «pire des deux mondes». De quel côté vous descendez dépend de la façon dont vous les utilisez.

En vérité, les convertibles agissent plus comme des actions que des obligations. Le rendement des convertibles est environ 83% corrélé à l'indice Standard & Poor's 500-stock, mais seulement environ 30% corrélé à la performance des bons du Trésor. Ainsi, "convertit" zig lorsque la plupart des liaisons zag. Pour les investisseurs conservateurs dont la plupart ou la totalité de leurs actifs sont en obligations, l'ajout d'un ensemble diversifié de convertis est un moyen judicieux de rechercher des rendements similaires à ceux des actions sans avoir à prendre la décision effrayante d'investir directement dans les actions. On pourrait appeler les obligations convertibles des «actions pour les poulets».

Comme le souligne l'expert en convertibles F. Barry Nelson d'Advent Capital Management, ce marché d'environ 200 milliards de dollars a fleuri depuis l'époque de Graham. La plupart des convertis sont désormais à moyen terme, dans une fourchette de 7 à 10 ans; environ la moitié sont de qualité investissement; et de nombreuses émissions comportent désormais

une protection contre les appels (une assurance contre le remboursement anticipé). Tous ces facteurs les rendent moins risqués qu'auparavant.[3]

Il est coûteux de négocier de petits lots d'obligations convertibles, et la diversification est impossible à moins que vous n'ayez bien plus de 100 000 $ à investir dans ce seul secteur. Heureusement, l'investisseur intelligent d'aujourd'hui a le recours pratique pour acheter un fonds d'obligations convertibles à faible coût. Fidelity et Vanguard offrent des fonds communs de placement dont les dépenses annuelles sont confortablement inférieures à 1%, tandis que plusieurs fonds à capital fixe sont également disponibles à un coût raisonnable (et, parfois, à des rabais par rapport à la valeur liquidative).[4]

À Wall Street, la gentillesse et la complexité vont de pair - et les cabriolets ne font pas exception. Parmi les nouvelles variétés, il y a un mélange de titres avec des surnoms acronymes comme LYONS, ELKS, EYES, PERCS, MIPS, CHIPS et YEELDS. Ces titres complexes mettent un «plancher» sous vos pertes potentielles, mais plafonnent également vos profits potentiels et vous obligent souvent à vous convertir en actions ordinaires à une date fixe. Comme la plupart des investissements qui visent à assurer contre les pertes (voir l'encadré à la p. 421), ces choses sont généralement plus problématiques qu'elles n'en valent la peine. Vous pouvez mieux vous protéger contre les pertes non pas en achetant l'un de ces engins excentriques, mais en diversifiant intelligemment l'ensemble de votre portefeuille en espèces, obligations et actions américaines et étrangères.

DÉCOUVRIR LES APPELS COUVERTS

Alors que le marché baissier se frayait un chemin en 2003, il a trouvé une vieille mode: la vente d'options d'achat couvertes. (Une récente recherche Google sur la «rédaction d'appels couverts» a permis de recenser plus de 2 600 visites.) Que sont les appels couverts et comment fonctionnent-ils? Imaginez que vous achetez 100 actions d'Ixnay Corp. à 95 $ pièce. Vous vendez (ou «écrivez») une option d'achat sur vos actions. En échange, vous obtenez un paiement en espèces appelé «prime d'appel». (Disons que c'est 10 $ par action.) L'acheteur de l'option, quant à lui, a le droit contractuel d'acheter vos actions Ixnay à un prix convenu d'un commun accord ... disons, 100 $. Vous pouvez conserver le stock tant qu'il reste en dessous de 100 $, et vous gagnez un gros revenu de 1000 $, ce qui amortira la chute si le stock d'Ixnay plante.

Moins de risques, plus de revenus. Qu'est-ce qu'il ne faut pas aimer?

Eh bien, imaginez maintenant que le cours des actions d'Ixnay grimpe du jour au lendemain à 110 $. Ensuite, votre acheteur d'options exercera ses droits, arrachant vos actions pour 100 $ pièce. Vous avez toujours votre revenu de 1 000 $, mais il a votre Ixnay - et plus il monte, plus vous vous botterez fort.[1]

Étant donné que le gain potentiel sur une action est illimité, alors qu'aucune perte ne peut dépasser 100%, la seule personne que vous enrichirez avec cette stratégie est votre courtier. Vous avez mis un plancher sous vos pertes, mais vous avez également plafonné vos gains. Pour les investisseurs individuels, couvrir votre baisse ne vaut jamais la peine de céder la majeure partie de votre hausse.

Chapitre 17
Quatre histoires de cas extrêmement instructives

Le mot «extrêmement» dans le titre est une sorte de jeu de mots, car les histoires représentent des extrêmes de toutes sortes qui se sont manifestés à Wall Street ces dernières années. Ils détiennent des instructions et des avertissements graves pour tous ceux qui ont un lien sérieux avec le monde des actions et des obligations - non seulement pour les investisseurs et spéculateurs ordinaires, mais pour les professionnels, les analystes de sécurité, les gestionnaires de fonds, les administrateurs de comptes en fiducie et même pour les banquiers qui prêter de l'argent aux sociétés. Les quatre sociétés à examiner et les différents extrêmes qu'elles illustrent sont:

Penn Central (Railroad) Co. Un exemple extrême de la négligence des signaux d'alerte les plus élémentaires de la faiblesse financière, par tous ceux qui avaient sous leur surveillance des obligations ou des actions de ce système. Un prix du marché incroyablement élevé pour le stock d'un géant chancelant.

Ling-Temco-Vought Inc. Un exemple extrême de «construction d'empire» rapide et peu solide, avec un effondrement ultime pratiquement garanti; mais aidé par les prêts bancaires aveugles.

NVF Corp. Un exemple extrême d'une acquisition d'entreprise, dans laquelle une petite entreprise a absorbé sept fois sa taille, contractant une dette énorme et employant des dispositifs comptables surprenants.

AAA Enterprises. Un exemple extrême de financement public par actions d'une petite entreprise; sa valeur est basée sur le mot magique «franchisage», et rien d'autre, parrainé par d'importantes sociétés de bourse. La faillite a suivi dans les deux ans suivant la vente des actions et le doublement du prix gonflé initial sur le marché boursier insouciant.

L'affaire Penn Central

Il s'agit du plus grand chemin de fer du pays en termes d'actifs et de revenus bruts. Sa faillite en 1970 a choqué le monde financier. Elle a fait défaut sur la plupart de ses émissions obligataires et risque d'abandonner complètement ses opérations. Ses problèmes de sécurité ont chuté de façon drastique dans le prix, les actions ordinaires s'effondrant d'un niveau élevé de 86½ aussi récemment qu'en 1968 à un minimum de 5½ en 1970. (Il ne fait aucun doute que ces actions seront anéanties lors de la réorganisation.)*

Notre argument de base est que l'application des règles les plus simples d'analyse de la sécurité et des normes d'investissement les plus simples aurait révélé la faiblesse fondamentale du système Penn Central bien avant sa faillite - certainement en 1968, lorsque les actions se vendaient à leur Record de 1929, et quand la plupart de ses émissions obligataires auraient pu être échangées à des prix égaux contre des obligations de service public bien garanties avec les mêmes taux de coupon. Les commentaires suivants s'imposent:

1. Dans le S & P *Bond Guide,* les charges d'intérêts du système semblent avoir été gagnées 1,91 fois en 1967 et 1,98 fois en 1968. La couverture minimale prescrite pour les obligations ferroviaires dans notre manuel *Analyse de la sécurité* est de 5 fois avant impôts sur le revenu et 2,9 fois après impôts sur le revenu à des taux réguliers. Autant que nous sachions, la validité de ces normes n'a jamais été remise en cause par aucune autorité d'investissement. Sur la base de nos exigences de bénéfice *après impôts,* le Penn Central n'a pas répondu aux exigences de sécurité. Mais notre exigence après impôt est basée sur un ratio avant

impôt de *cinq* fois, avec un impôt sur le revenu régulier déduit après l'intérêt de l'obligation. Dans le cas de Penn Central, il n'avait pas payé *d'impôt sur le revenu* depuis 11 ans! Par conséquent, la couverture de ses intérêts débiteurs avant impôts était inférieure à deux fois, un chiffre totalement insuffisant par rapport à notre exigence conservatrice de 5 fois.

2. Le fait que la société n'ait payé aucun impôt sur le revenu pendant une période aussi longue aurait dû soulever de sérieuses questions quant à la *validité* de ses revenus déclarés.

3. Les obligations du système Penn Central auraient pu être échangées en 1968 et 1969, sans sacrifier le prix ou le revenu, pour des émissions bien mieux sécurisées. Par exemple, en 1969, le Pennsylvania RR 4½s, dû en 1994 (une partie de Penn Central) avait une plage de 61 à 74½, tandis que Pennsylvania Electric Co. 4 3/8, due en 1994, avait une plage de 64¼ à 72¼. Le service public avait gagné ses intérêts 4,20 fois avant impôts en 1968 contre seulement 1,98 fois pour le système Penn Central; en 1969, les résultats comparatifs de ce dernier se sont progressivement aggravés. Un échange de ce type était clairement nécessaire, et cela aurait été une bouée de sauvetage pour un obligataire de Penn Central. (À la fin de 1970, les 4¼ de chemin de fer étaient en défaut et se vendaient à seulement 18½, tandis que les 4 3/8 du service public fermaient à 66½.)

4. Penn Central a déclaré un bénéfice par action de 3,80 $ en 1968; son prix élevé de 86½ cette année-là était 24 fois plus élevé. Mais n'importe quel analyste digne de ce nom se serait demandé à quel point les bénéfices de ce type étaient «réels» sans avoir à payer d'impôt sur le revenu.

5. Pour 1966, la nouvelle société fusionnée* avait déclaré un «bénéfice» de 6,80 $ par action, en raison duquel les actions ordinaires ont ensuite atteint leur sommet de 86½. Il s'agissait d'une évaluation de plus de 2 milliards de dollars pour les capitaux propres. Combien de ces acheteurs savaient à l'époque que les bénéfices si charmants étaient *avant* une charge spéciale de 275 millions de dollars ou 12 $ par action à prendre en 1971 pour les «coûts et pertes» encourus lors de la fusion. O merveilleux féerique de Wall Street où une entreprise peut annoncer des «bénéfices» de 6,80 $

par action à un endroit et des «coûts et pertes» spéciaux de 12 $ à un autre, et les actionnaires et les spéculateurs se frottent les mains de joie![‡]

6. Un analyste des chemins de fer aurait su depuis longtemps que la situation opérationnelle du Penn Central était très mauvaise par rapport aux routes les plus rentables. Par exemple, son taux de transport était de 47,5% en 1968 contre 35,2% pour son voisin Norfolk & Western.[*]

7. En cours de route, il y a eu des transactions étranges avec des résultats comptables particuliers. [1] Les détails sont trop compliqués pour entrer ici.

CONCLUSION : On peut se demander si une meilleure gestion aurait pu sauver la faillite de Penn Central. Mais il ne fait aucun doute qu'aucune obligation ni aucune action du système Penn Central n'aurait dû subsister après 1968 au plus tard dans un compte de titres surveillé par des analystes de sécurité, des gestionnaires de fonds, des agents de fiducie ou des conseillers en placement compétents. *Moralité:* les analystes de la sécurité devraient faire leur travail élémentaire avant d'étudier les mouvements boursiers, de regarder dans les boules de cristal, de faire des calculs mathématiques élaborés ou de faire des voyages d'étude tous frais payés.[‡]

Ling-Temco-Vought Inc.

Il s'agit d'une histoire d'expansion folle et d'endettement excessif, qui se solde par de terribles pertes et de nombreux problèmes financiers. Comme cela arrive généralement dans de tels cas, un garçon blond, ou «jeune génie», était principalement responsable à la fois de la création du grand empire et de sa chute ignominieuse; mais il y a aussi beaucoup de reproches à faire aux autres.[‡]

L'augmentation et la baisse de Ling-Temco-Vought peuvent être résumées en présentant des comptes de résultat condensés et des postes de bilan pour cinq ans entre 1958 et 1970. Cela se fait dans le tableau 17-1. La première colonne montre les modestes débuts de l'entreprise en 1958, alors que ses ventes n'étaient que de 7 millions de dollars. Le suivant donne des chiffres pour 1960; l'entreprise avait été multipliée par vingt en seulement deux ans, mais elle était encore relativement petite. Puis sont arrivées les années de gloire à 1967 et 1968, où les ventes ont de nouveau

doublé pour atteindre 2,8 milliards de dollars, le montant de la dette passant de 44 millions de dollars à 1 653 millions de dollars. En 1969, il y a eu de nouvelles acquisitions, une nouvelle augmentation énorme de la dette (pour un total de 1 865 millions de dollars!) Et le début de graves problèmes. Une perte importante, après des éléments extraordinaires, a été signalée pour l'année; le cours de l'action est passé de son sommet de 169½ en 1967 à un creux de 24; le jeune génie a été remplacé en tant que chef de l'entreprise. Les résultats de 1970 étaient encore plus terribles. L'entreprise a déclaré une perte nette finale de près de 70 millions de dollars; l'action a chuté à un bas prix de 7 1/8, et sa plus importante émission obligataire a été cotée à un moment donné à un pitoyable 15 cents sur le dollar. La politique d'expansion de la société a été fortement inversée, plusieurs de ses intérêts importants ont été mis sur le marché et des progrès ont été réalisés dans la réduction de ses obligations montagneuses.

Les chiffres de notre tableau sont si éloquents que peu de commentaires sont nécessaires. Mais en voici quelques uns:

1. La période d'expansion de l'entreprise n'a pas été sans interruption. En 1961, il a montré un léger déficit de fonctionnement, mais - adoptant une pratique qui devait être vue plus tard dans tant de rapports pour 1970 - a évidemment décidé de jeter toutes les charges et réserves

possibles dans la seule mauvaise année.* Ceux-ci se sont élevés à 13 millions de dollars, soit plus que les bénéfices nets combinés des trois années précédentes. Il était maintenant prêt à afficher des «revenus records» en 1962, etc.

2. À la fin de 1966, les actifs corporels nets sont indiqués comme 7,66 $ par action ordinaire (ajusté pour une répartition 3 pour 2). Ainsi, le prix du marché en 1967 a atteint 22 fois (!) Sa valeur d'actif déclarée à l'époque. A la fin de 1968, le bilan indiquait 286 millions de dollars disponibles pour 3 800 000 actions ordinaires et de catégorie AA, soit environ 77 dollars par action. Mais si nous déduisons les actions privilégiées à leur pleine valeur et excluons les éléments de bonne volonté et l'énorme «actif» de l'escompte obligataire‡ il resterait 13 millions de dollars pour les actions ordinaires - seulement 3 $ par action. Cette équité tangible a été anéantie par les pertes des années suivantes.

3. Vers la fin de 1967, deux de nos sociétés bancaires les plus réputées ont offert 600 000 actions Ling-Temco-Vought à 111 dollars par action. Il avait atteint 169½. En moins de trois ans, le prix est tombé à 7 1/8.‡

4. À la fin de 1967, les prêts bancaires avaient atteint 161 millions de dollars et un an plus tard, ils s'établissaient à 414 millions de dollars, ce qui aurait dû être un chiffre effrayant. De plus, la dette à long terme s'élevait à 1 237 millions de dollars. En 1969, la dette combinée atteignait un total de 1 869 millions de dollars. Il s'agit peut-être du montant de dette combiné le plus élevé de toutes les sociétés industrielles, partout et à tout moment, à la seule exception de la Standard Oil imprenable de NJ

5. Les pertes de 1969 et 1970 ont largement dépassé les bénéfices totaux depuis la création de la société.

MORAL : La principale question soulevée dans notre esprit par l'histoire de Ling-Temco-Vought est de savoir comment les banquiers commerciaux auraient pu être persuadés de prêter à l'entreprise des sommes aussi énormes pendant sa période d'expansion. En 1966 et avant, la couverture des frais d'intérêts par la société ne répondait pas aux normes prudentes, et il en allait de même pour le rapport des actifs courants aux passifs courants et des capitaux propres sur la dette totale. Mais au cours des deux années suivantes, les banques ont fait progresser l'entreprise de près de 400 millions de dollars supplémentaires pour une «diversification» supplémentaire. Ce n'était pas une bonne affaire pour elles et ses conséquences pour les actionnaires de l'entreprise étaient pires. Si l'affaire Ling-Temco-Vought servira à empêcher les banques commerciales d'aider

et d'encourager des expansions de ce type à l'avenir, certains bien pourraient en résulter.*

La prise de contrôle NVF de Sharon Steel (un objet de collection)

À la fin de 1968, la société NVF était une entreprise avec 4,6 millions de dollars de dette à long terme, 17,4 millions de dollars de capital-actions, 31 millions de dollars de ventes et 502 000 $ de revenu net (avant un crédit spécial de 374 000 $). Son entreprise était décrite comme «fibres et plastiques vulcanisés». La direction a décidé de reprendre Sharon Steel Corp., qui avait 43 millions de dollars de dette à long terme, 101 millions de dollars de capital-actions, 219 millions de dollars de ventes et 2 929 000 $ de bénéfice net. . La société qu'elle souhaitait acquérir représentait ainsi sept fois la taille de NVF. Au début de 1969, elle a fait une offre pour toutes les actions de Sharon. Les conditions par action étaient de 70 $ de valeur nominale d'obligations juniors 5% NVF, échéant en 1994, plus des bons de souscription pour acheter 1½ actions NVF à 22 $ par action de NVF. La direction de Sharon a vigoureusement résisté à cette tentative de prise de contrôle, mais en vain. NVF a acquis 88% des actions de Sharon dans le cadre de l'offre, émettant ainsi 102 millions de dollars de ses obligations et bons de souscription de 5% pour 2 197 000 de ses actions. Si l'offre avait été opérationnelle à 100%, l'entreprise consolidée aurait eu, pour l'année 1968, une dette de 163 millions de dollars, seulement 2,2 millions de dollars en capital corporel, soit 250 millions de dollars de ventes. La question du bénéfice net aurait été un peu compliquée, mais la société les a ensuite déclarés comme une perte nette de 50 cents par action des actions de NVF, avant un crédit extraordinaire, et un bénéfice net de 3 cents par action après ce crédit.*

PREMIER COMMENTAIRE : Parmi toutes les prises de contrôle réalisées en 1969, celle-ci a sans doute été la plus extrême dans ses disproportions financières. L'entreprise acquéreuse avait assumé la responsabilité d'une nouvelle dette très lourde, et elle avait changé le bénéfice calculé en 1968 d'un profit à une perte dans le marché. Une mesure de la dépréciation de la situation financière de la société par cette étape se trouve dans le fait que les nouvelles obligations à 5% n'ont pas vendu plus de 42 cents sur le dollar au cours de l'année d'émission. Cela aurait indiqué un doute sérieux sur la sécurité des obligations et sur l'avenir de l'entreprise; cependant, la direction a effectivement exploité le prix des obligations de manière à économiser à la société un impôt annuel sur le revenu d'environ 1 000 000 $, comme cela sera montré.

Le rapport de 1968, publié après le rachat de Sharon, contenait une image condensée de ses résultats, reportés à la fin de l'année. Il contenait deux éléments les plus inhabituels:

1. Il est inscrit à l'actif 58 600 000 $ de «frais de dette reportés». Cette somme est supérieure à la totalité des «capitaux propres», placée à 40 200 000 $.

2. Cependant, les capitaux propres ne comprennent pas un élément de 20 700 000 $ désigné comme «excédent des capitaux propres par rapport au coût d'investissement dans Sharon».

DEUXIÈME COMMENTAIRE : Si nous éliminons la charge de la dette en tant qu'actif, ce qui semble difficilement être, et incluons l'autre élément dans les capitaux propres (où il devrait normalement appartenir), alors nous avons un état plus réaliste des capitaux propres tangibles pour NVF stock, à savoir 2200000 $. Ainsi, le premier effet de l'accord a été de réduire les «capitaux propres réels» de NVF de 17 400 000 $ à 2 200 000 $ ou de 23,71 $ par action à environ 3 $ par action, sur 731 000 actions. De plus, les actionnaires de la NVF avaient donné à d'autres le droit d'acheter 3½ fois plus d'actions supplémentaires à six points de moins que le prix du marché à la fin de 1968. La valeur marchande initiale des bons de souscription était alors d'environ 12 dollars chacun, soit un total de quelques 30 millions de dollars pour les personnes impliquées dans l'offre d'achat. En fait, la valeur marchande des bons de souscription dépassait largement la valeur marchande totale des actions de NVF en circulation - une autre preuve de la nature de queue de chien de la transaction.

Les astuces comptables

Lorsque nous passons de ce bilan pro forma au rapport de l'année prochaine, nous trouvons plusieurs entrées étranges. En plus des frais d'intérêt de base (7 500 000 $), une somme de 1 795 000 $ est déduite pour «l'amortissement de la dette reportée». Mais ce dernier est presque compensé sur la ligne suivante par un élément de revenu très inhabituel: «amortissement des capitaux propres par rapport au coût d'investissement en filiale: Cr. 1 650 000 $. »Dans l'une des notes de bas de page, nous trouvons une entrée, qui n'apparaît dans aucun autre rapport à notre connaissance: Une partie du capital-actions y est désignée comme« juste valeur marchande des bons de souscription émis dans le cadre d'une acquisition, etc., 22 129 000 $. "

Que signifient toutes ces entrées? Aucun d'eux n'est même mentionné dans le texte descriptif du rapport de 1969. L'analyste de sécurité qualifié

doit découvrir ces mystères par lui-même, presque de manière détective. Il conclut que l'idée sous-jacente est de tirer un avantage fiscal du faible prix initial des débentures à 5%. Pour les lecteurs qui pourraient être intéressés par cet arrangement ingénieux, nous présentons notre solution à l'annexe 6.

Autres éléments inhabituels

1. Juste après la fin de 1969, la société a acheté pas moins de 650 000 bons de souscription au prix de 9,38 $ chacun. C'était extraordinaire quand on considère que (*a*) la NVF elle-même n'avait que 700 000 $ en espèces à la fin de l'année et avait 4 400 000 $ de dette due en 1970 (évidemment, les 6 millions de dollars payés pour les bons de souscription devaient être empruntés); (*b*) elle achetait ce «papier-monnaie» au moment où ses obligations à 5% se vendaient à moins de 40 cents sur le dollar - généralement un avertissement de difficultés financières à venir.

2. En compensation partielle, la société avait retiré 5 100 000 $ de ses obligations ainsi que 253 000 bons de souscription en échange d'un montant équivalent d'actions ordinaires. Cela a été possible parce que, par les caprices des marchés des valeurs mobilières, les gens vendaient les obligations à 5% à moins de 40 tandis que les actions ordinaires se vendaient à un prix moyen de 13½, sans payer de dividende.

3. L'entreprise prévoyait non seulement de vendre des actions à ses employés, mais également de leur vendre un plus grand nombre de *bons* de *souscription* pour acheter les actions. Comme les achats d'actions, les warrants devaient être payés à hauteur de 5% et le reste sur plusieurs années à l'avenir. Il s'agit du seul tel plan d'achat d'employés pour les *bons* de *souscription à* notre connaissance. Quelqu'un va-t-il bientôt inventer et vendre à tempérament un droit d'acheter un droit d'acheter une action, etc.?

4. En 1969, Sharon Steel Co., nouvellement contrôlée, a modifié sa méthode de calcul des charges de retraite et a également adopté des taux d'amortissement plus bas. Ces modifications comptables ont ajouté environ 1 $ par action au bénéfice déclaré de NVF avant dilution.

5. À la fin de 1970, Standard & Poor's *Stock Guide a* indiqué que les actions de NVF se vendaient à un rapport prix / bénéfice de seulement 2, le chiffre le plus bas pour toutes les 4 500 émissions impaires du livret. Comme le disait le vieil adage de Wall Street, c'était «important si vrai». Le ratio était basé sur le cours de clôture de l'année de 8 3/4 et le «bénéfice» calculé de 5,38 $ par action pour les 12 mois se terminant en septembre 1970. (Utilisation de ces chiffres les actions se vendaient à

seulement 1,6 fois le bénéfice.) Mais ce ratio ne permettait pas le facteur de dilution important,[*] ni pour les résultats défavorables réellement réalisés au cours du dernier trimestre de 1970. Lorsque les chiffres de l'année entière sont finalement apparus, ils ne montraient que 2,03 $ par action gagnée pour l'action, avant la dilution, et 1,80 $ par action sur une base diluée. Il convient également de noter que le prix de marché global des actions et des bons de souscription à cette date était d'environ 14 millions de dollars contre une dette obligataire de 135 millions de dollars - une position de capitaux étroits en effet.

AAA Enterprises

Histoire

Il y a environ 15 ans, un étudiant du nom de Williams a commencé à vendre des maisons mobiles (alors appelées «roulottes»).[‡] En 1965, il incorpore son entreprise. Cette année-là, il a vendu 5 800 000 $ de maisons mobiles et gagné 61 000 $ avant impôt sur les sociétés. En 1968, il avait rejoint le mouvement de la «franchise» et vendait à d'autres le droit de vendre des maisons mobiles sous son nom commercial. Il a également conçu l'idée brillante de se lancer dans l'entreprise de préparation de déclarations de revenus, en utilisant ses mobil-homes comme bureaux. Il a formé une filiale appelée M. Tax of America, et a bien sûr commencé à vendre des franchises à d'autres pour utiliser l'idée et le nom. Il a multiplié le nombre d'actions de la société par 2 710 000 et était prêt pour une offre d'actions. Il a constaté que l'une de nos plus grandes maisons de bourse, avec d'autres, était prête à gérer l'opération. En mars 1969, ils ont offert au public 500 000 actions d'AAA Enterprises à 13 $ l'action. De ce nombre, 300 000 ont été vendus pour le compte personnel de M. Williams et 200 000 pour le compte de l'entreprise, ce qui a ajouté 2 400 000 $ à ses ressources. Le prix de l'action a rapidement doublé pour atteindre 28, soit une valeur de 84 millions de dollars pour les capitaux propres, contre une valeur comptable de, disons, 4 200 000 $ et un bénéfice déclaré maximum de 690 000 $. Le titre se vendait donc à 115 fois son bénéfice par action actuel (et le plus important). Sans aucun doute, M. Williams avait choisi le nom AAA Enterprise afin qu'il soit parmi les premiers dans les annuaires téléphoniques et les pages jaunes. Un résultat collatéral était que son entreprise était destinée à apparaître comme le premier nom dans le *Guide des actions* Standard & Poor's . Comme celle d'Abu-Ben-Adhem, elle a mené tout le reste.[*] Cela donne une raison particulière de le sélectionner comme un exemple déchirant du nouveau financement de 1969 et des «problèmes brûlants».

COMMENTAIRE : Ce n'était pas une mauvaise affaire pour M. Williams. Les 300 000 actions qu'il a vendues avaient une valeur comptable en décembre 1968 de 180 000 $ et il en a déduit 20 fois plus, soit 3 600 000 $. Les preneurs fermes et les distributeurs ont partagé 500 000 $ entre eux, moins les dépenses.

1. Cela ne semblait pas une affaire aussi brillante pour les clients des maisons de vente. Il leur a été demandé de payer environ dix fois la valeur comptable du stock, après l'opération de bootstrap consistant à augmenter leurs fonds propres par action de 59 cents à 1,35 $ avec leur propre argent.* Avant la meilleure année 1968, le bénéfice maximum de l'entreprise avait été ridicule de 7 cents par action. Il y avait des plans ambitieux pour l'avenir, bien sûr, mais le public était invité à payer lourdement à l'avance pour la réalisation espérée de ces plans.

2. Néanmoins, le prix de l'action a doublé peu de temps après l'émission initiale, et n'importe lequel des clients des maisons de courtage aurait pu dégager un beau bénéfice. Ce fait a-t-il modifié la flottation, ou la possibilité avancée que cela pourrait-il exonérer les distributeurs d'origine du problème de la responsabilité de cette offre publique et de sa suite? Ce n'est pas une question facile à répondre, mais elle mérite un examen attentif par Wall Street et les organismes de réglementation gouvernementaux.‡

Histoire ultérieure

Avec son capital élargi, AAA Enterprises est entré dans deux entreprises supplémentaires. En 1969, elle a ouvert une chaîne de magasins de tapis au détail et a acquis une usine de fabrication de maisons mobiles. Les résultats publiés pour les neuf premiers mois n'étaient pas vraiment brillants, mais ils étaient un peu meilleurs que l'année précédente - 22 cents par action contre 14 cents. Ce qui s'est passé au cours des prochains mois était littéralement incroyable. La société a perdu 4 365 000 $, ou 1,49 $ par action. Cela a consommé tout son capital avant le financement, plus la totalité des 2 400 000 $ reçus sur la vente d'actions plus les deux tiers du montant déclaré gagné au cours des neuf premiers mois de 1969. Il restait un pathétique 242 000 $, ou 8 cents par action, de capital pour les actionnaires publics qui n'avaient payé 13 $ pour la nouvelle offre que sept mois auparavant. Néanmoins, les actions ont clôturé l'année 1969 à 8 1/8 offre, soit une «valorisation» de plus de 25 millions de dollars pour la société.

AUTRE COMMENTAIRE : 1. C'est trop de croire que la société a effectivement gagné 686 000 $ de janvier à septembre 1969, puis perdu 4

365 000 $ au cours des trois prochains mois. Il y avait quelque chose de tristement, de mal et d'accusatif dans le rapport du 30 septembre.

2. Le cours de clôture de l'année de 8 1/8 offre était encore plus une démonstration de la totale insouciance des cours de bourse que ne l'étaient le prix d'offre initial de 13 ou l'avance ultérieure "hot-issue" à une offre élevée de 28 Ces dernières citations étaient au moins fondées sur l'enthousiasme et l'espoir - hors de toute proportion avec la réalité et le bon sens, mais au moins compréhensibles. La valorisation de fin d'année de 25 millions de dollars a été donnée à une entreprise qui avait perdu tout sauf un minuscule vestige de son capital, pour lequel une situation complètement insolvable était imminente, et pour laquelle les mots «enthousiasme» ou «espoir» ne seraient que cinglants des sarcasmes. (Il est vrai que les chiffres de fin d'année n'avaient pas été publiés au 31 décembre, mais il appartient aux maisons de Wall Street associées à une entreprise d'avoir des états d'exploitation mensuels et une idée assez précise de la façon dont les choses se passent.)

Chapitre final

Pour le premier semestre de 1970, la société a déclaré une nouvelle perte de 1 million de dollars. Il avait maintenant un déficit en capital de bonne taille. Il n'a pas été mis en faillite grâce aux prêts consentis par M. Williams, jusqu'à concurrence de 2 500 000 $. Aucune autre déclaration ne semble avoir été émise, jusqu'à ce qu'en janvier 1971, AAA Enterprises dépose finalement une requête en mise en faillite. La cotation de l'action à la fin du mois était toujours de 50 cents par action, soit 1 500 000 $ pour toute l'émission, qui n'avait évidemment rien de plus que la valeur du papier peint. Fin de notre histoire.

MORAL ET QUESTIONS : Le public spéculatif est incorrigible. En termes financiers, il ne peut pas compter au-delà de 3. Il achètera n'importe quoi, à n'importe quel prix, s'il semble y avoir une «action» en cours. Il tombera pour toute entreprise identifiée avec le «franchisage», les ordinateurs, l'électronique, la science, la technologie ou ce que vous avez, quand la mode particulière fait rage. Nos lecteurs, tous les investisseurs sensés, sont bien sûr au-dessus de cette folie. Mais des questions demeurent: les maisons d'investissement responsables ne devraient-elles pas être tenues par l'honneur de s'abstenir de s'identifier à de telles entreprises, dont neuf sur dix peuvent être vouées à l'échec final? (C'était en fait la situation lorsque l'auteur est entré à Wall Street en 1914. En comparaison, il semblerait que les normes éthiques de la «rue» aient baissé plutôt qu'avancé au cours des 57 années qui ont suivi, malgré toutes les réformes et tous les contrôles.) La

SEC pourrait-elle et devrait-elle être investie d'autres pouvoirs pour protéger le public, au-delà des pouvoirs actuels qui se limitent à exiger l'impression de tous les faits importants pertinents dans le prospectus d'offre? Faut-il compiler et publier de manière visible une sorte de partition pour les offres publiques de différents types? Si chaque prospectus, et peut-être chaque confirmation de vente dans le cadre d'une offre originale, doit comporter une sorte de garantie formelle que le prix d'offre pour l'émission n'est pas substantiellement différent des prix en vigueur pour les émissions du même type général déjà établies sur le marché ? Au moment où nous écrivons cette édition, un mouvement vers une réforme des abus de Wall Street est en cours. Il sera difficile d'imposer des changements valables dans le domaine des nouvelles offres, car les abus sont si largement le résultat de l'insouciance et de la cupidité du public. Mais la question mérite un examen long et attentif.*

Commentaire sur le chapitre 17

> Le dieu de la sagesse, Woden, sortit vers le roi des trolls, le mit dans un bras de fer et exigea de savoir de lui comment l'ordre pouvait triompher du chaos. «Donnez-moi votre œil gauche», a déclaré le troll, «et je vais vous le dire.» Sans hésitation, Woden a abandonné son œil gauche. "Maintenant, dites-moi." Le troll a dit: "Le secret est, 'Regardez avec les deux yeux!'"
>
> —*John Gardner*

Plus les choses changent...

Graham met en évidence quatre extrêmes:

- un «géant chancelant» hors de prix
- un conglomérat bâtissant un empire
- une fusion dans laquelle une petite entreprise a repris une grande

- un premier appel public à l'épargne d'actions d'une société pratiquement sans valeur

Les dernières années ont fourni suffisamment de nouveaux cas extrêmes de Graham pour remplir une encyclopédie. Voici un échantillonneur:

Lucent, pas transparent

Au milieu de l'année 2000, Lucent Technologies Inc. appartenait à plus d'investisseurs que toute autre action américaine. Avec une capitalisation boursière de 192,9 milliards de dollars, elle était la 12e entreprise en importance en Amérique.

Cette évaluation géante était-elle justifiée? Regardons quelques principes de base du rapport financier de Lucent pour le trimestre clos le 30 juin 2000:[1]

FIGURE 17-1 Lucent Technologies Inc.

Tous les chiffres sont en millions de dollars. * Autres actifs, qui incluent le goodwill.
Source: rapports financiers trimestriels Lucent (formulaire 10-Q).

Une lecture plus attentive du rapport de Lucent fait sonner l'alarme comme un standard téléphonique sans réponse:

- Lucent venait d'acheter un fournisseur d'équipement optique, Chromatis Networks, pour 4,8 milliards de dollars, dont 4,2 milliards de dollars de «goodwill» (ou un coût supérieur à la valeur comptable). Chromatis comptait 150 employés, aucun client et aucun revenu, de sorte que le terme «goodwill» semble inadéquat; peut-être que «coffre à l'espoir» est plus précis. Si les

produits embryonnaires de Chromatis ne fonctionnaient pas, Lucent devrait inverser le goodwill et l'imposer sur les bénéfices futurs.

- Une note de bas de page révèle que Lucent avait prêté 1,5 milliard de dollars aux acheteurs de ses produits. Lucent a également dû payer 350 millions de dollars de garanties pour l'argent que ses clients avaient emprunté ailleurs. Le total de ces «financements clients» avait doublé en un an, ce qui suggère que les acheteurs manquaient de liquidités pour acheter les produits Lucent. Et s'ils manquaient d'argent pour payer leurs dettes?

- Enfin, Lucent a traité le coût de développement de nouveaux logiciels comme une «immobilisation». Plutôt qu'un atout, n'était-ce pas une dépense de routine qui devrait provenir des bénéfices?

CONCLUSION: En août 2001, Lucent a fermé la division Chromatis après que ses produits n'auraient attiré que deux clients.[2] Au cours de l'exercice 2001, Lucent a perdu 16,2 milliards de dollars; au cours de l'exercice 2002, il a perdu encore 11,9 milliards de dollars. Ces pertes comprenaient 3,5 milliards de dollars en «provisions pour créances irrécouvrables et financements clients», 4,1 milliards de dollars en «charges de dépréciation liées au goodwill» et 362 millions de dollars en charges «liées aux logiciels capitalisés».

L'action de Lucent, à 51 062 $ au 30 juin 2000, a terminé 2002 à 1,26 $, une perte de près de 190 milliards de dollars en valeur de marché en deux ans et demi.

Le magicien de l'acquisition

Pour décrire Tyco International Ltd., nous ne pouvons que paraphraser Winston Churchill et dire que jamais autant de produits n'ont été vendus à si peu. De 1997 à 2001, ce conglomérat basé aux Bermudes a dépensé au total plus de 37 milliards de dollars - la plupart en actions Tyco - pour acheter des sociétés comme Imelda Marcos a acheté des chaussures. Au cours de la seule année financière 2000, selon son rapport annuel, Tyco a acquis «environ 200 sociétés», soit plus d'une moyenne tous les deux jours.

Le résultat? Tyco a connu une croissance incroyablement rapide; en cinq ans, les revenus sont passés de 7,6 milliards de dollars à 34 milliards de dollars, et le résultat d'exploitation est passé d'une perte de 476 millions de dollars à un gain de 6,2 milliards de dollars. Pas étonnant que la société ait une valeur boursière totale de 114 milliards de dollars fin 2001.

Mais les états financiers de Tyco étaient au moins aussi ahurissants que sa croissance. Presque chaque année, ils ont présenté des centaines de millions de dollars de charges liées aux acquisitions. Ces dépenses se répartissaient en trois grandes catégories:

1. «Fusion» ou «restructuration» ou «autres coûts non récurrents»,
2. «Charges pour dépréciation d'actifs à long terme», et
3. «Radiations de la recherche et du développement en cours achetés».

Par souci de concision, désignons le premier type de charge MORON, le second CHILLA et le troisième WOOPIPRAD. Comment sont-ils apparus au fil du temps?

FIGURE 17-2 Tyco International Ltd.

Tous les chiffres sont tels que rapportés à l'origine, exprimés en centaines de millions de dollars.
Les totaux des «fusions et acquisitions» n'incluent pas les opérations de mise en commun d'intérêts.
Source: rapports annuels de Tyco International (formulaire 10-K).

Comme vous pouvez le voir, les charges MORON - *qui sont censées être non* récurrentes - ont augmenté en quatre ans sur cinq et ont totalisé 2,5 milliards de dollars. CHILLA est apparu tout aussi chroniquement et s'est élevé à plus de 700 millions de dollars. WOOPIPRAD a atteint un autre demi-milliard de dollars.[3]

L'investisseur intelligent demanderait:

- Si la stratégie de croissance par acquisition de Tyco était une si bonne idée, comment se fait-il qu'elle ait dû dépenser en moyenne 750 millions de dollars par an pour nettoyer après elle-même?
- Si, comme cela semble clair, Tyco n'était pas dans le domaine de la fabrication de produits - mais plutôt dans celui de l'achat d'autres sociétés qui fabriquent des produits - alors pourquoi ses frais MORON étaient-ils «non récurrents»? Ne faisaient-ils pas simplement partie des coûts normaux de Tyco pour faire des affaires?
- Et avec les frais comptables pour les acquisitions passées qui joignent les bénéfices de chaque année, qui pourrait dire ce que serait l'année prochaine?

En fait, un investisseur ne pouvait même pas dire quels étaient les bénéfices *antérieurs* de Tyco . En 1999, après un examen comptable par la Securities and Exchange Commission des États-Unis, Tyco a ajouté rétroactivement 257 millions de dollars de charges MORON à ses dépenses de 1998, ce qui signifie que ces coûts «non récurrents» avaient en fait également été récurrents cette année-là. Dans le même temps, la société a relancé ses charges initialement déclarées pour 1999: MORON a chuté à 929 millions de dollars tandis que CHILLA est passé à 507 millions de dollars.

Tyco augmentait clairement en taille, mais devenait-il plus rentable? Aucun étranger ne pouvait le dire en toute sécurité.

CONCLUSION: Au cours de l'exercice 2002, Tyco a perdu 9,4 milliards de dollars. Le titre, qui avait clôturé à 58,90 $ à la fin de 2001, a terminé 2002 à 17,08 $, soit une perte de 71% en douze mois.[4]

Un vairon avale une baleine

Le 10 janvier 2000, America Online, Inc. et Time Warner Inc. ont annoncé leur fusion dans une transaction initialement évaluée à 156 milliards de dollars.

Au 31 décembre 1999, AOL avait 10,3 milliards de dollars d'actifs et ses revenus au cours des 12 mois précédents s'élevaient à 5,7 milliards de dollars. Time Warner, en revanche, disposait de 51,2 milliards de dollars d'actifs et de revenus de 27,3 milliards de dollars. Time Warner était une entreprise beaucoup plus grande par toutes les mesures sauf une: la valorisation de ses actions. Parce que America Online a ébloui les

investisseurs simplement en étant dans l'industrie Internet, ses actions se sont vendues pour 164 fois ses bénéfices. Stock dans Time Warner, un sac à main de télévision par câble, de films, de musique et de magazines, vendu pour environ 50 fois ses bénéfices.

En annonçant l'accord, les deux sociétés l'ont qualifié de «fusion stratégique d'égal à égal». Le président de Time Warner, Gerald M. Levin, a déclaré que «les opportunités sont illimitées pour tous ceux qui sont connectés à AOL Time Warner» - surtout, a-t-il ajouté, pour ses actionnaires.

Extatique que leur action puisse enfin obtenir le cachet d'une chérie Internet, les actionnaires de Time Warner ont massivement approuvé l'accord. Mais ils ont négligé certaines choses:

- Cette «fusion d'égal à égal» a été conçue pour donner aux actionnaires d'America Online 55% de la société issue du regroupement, même si Time Warner était cinq fois plus important.
- Pour la deuxième fois en trois ans, la Securities and Exchange Commission des États-Unis cherchait à savoir si America Online avait incorrectement comptabilisé les frais de commercialisation.
- Près de la moitié des actifs totaux d'America Online - 4,9 milliards de dollars - étaient constitués de «titres de participation disponibles à la vente». Si le prix des actions technologiques cotées en bourse baissait, cela pourrait effacer une grande partie des actifs de la société.

CONCLUSION: Le 11 janvier 2001, les deux sociétés ont finalisé leur fusion. AOL Time Warner Inc. a perdu 4,9 milliards de dollars en 2001 et - dans la perte la plus gargantuesque jamais enregistrée par une société - 98,7 milliards de dollars supplémentaires en 2002. La plupart des pertes sont dues à la dépréciation d'America Online. Fin 2002, les actionnaires pour lesquels Levin prédit des opportunités «illimitées» n'avaient rien d'autre à montrer qu'une perte d'environ 80% de la valeur de leurs actions depuis l'annonce de la transaction.[5]

Pouvez-vous échouer investir la maternelle?

Le 20 mai 1999, eToys Inc. a vendu 8% de ses actions au public. Quatre des banques d'investissement les plus prestigieuses de Wall Street: Goldman, Sachs & Co .; BancBoston Robertson Stephens; Donaldson, Lufkin et Jenrette; et Merrill Lynch & Co. — ont souscrit 8 320 000 actions à 20 $

pièce, ce qui a permis de recueillir 166,4 millions $. Le titre a grimpé, clôturant à 76,5625 $, un gain de 282,8% lors de sa première journée de négociation. À ce prix, eToys (avec ses 102 millions d'actions) avait une valeur de marché de 7,8 milliards de dollars.[1]

Quel type d'entreprise les acheteurs ont-ils obtenu pour ce prix? Les ventes d'eToys avaient augmenté de 4 261% au cours de l'année précédente, et elle avait ajouté 75 000 clients au seul dernier trimestre. Mais, au cours de ses 20 mois d'activité, eToys a réalisé un chiffre d'affaires total de 30,6 millions de dollars, sur lequel il a enregistré une perte nette de 30,8 millions de dollars, ce qui signifie qu'eToys dépensait 2 dollars pour vendre chaque dollar de jouets.

Le prospectus d'introduction en bourse a également révélé que eToys utiliserait une partie du produit de l'offre pour acquérir une autre opération en ligne, Baby-Center, Inc., qui avait perdu 4,5 millions de dollars sur 4,8 millions de ventes par rapport à l'année précédente. (Pour décrocher ce prix, eToys ne paierait que 205 millions de dollars.) Et eToys «réserverait» 40,6 millions d'actions ordinaires pour une émission future à sa direction. Ainsi, si eToys gagnait de l'argent, son revenu net devrait être réparti non pas entre 102 millions d'actions, mais entre 143 millions, diluant tout bénéfice futur par action de près d'un tiers.

Une comparaison d'eToys avec Toys «R» Us, Inc. - son plus grand rival - est choquante. Au cours des trois mois précédents, Toys “R” Us avait gagné 27 millions de dollars de revenu net et avait vendu plus de 70 fois plus de marchandises que eToys n'avait vendu au cours d'une année entière. Et pourtant, comme le montre la figure 17-3, le marché boursier valorisait les eToys à près de 2 milliards de dollars de *plus* que Toys «R» Us.

CONCLUSION: Le 7 mars 2001, eToys a déposé un dossier de mise en faillite après avoir accumulé des pertes nettes de plus de 398 millions de dollars au cours de sa brève vie de société ouverte. L'action, qui a culminé à 86 $ par action en octobre 1999, s'est échangée pour la dernière fois contre un sou.

FIGURE 17-3 Une histoire de jouets

Tous les montants sont en millions de dollars.
Sources: documents déposés auprès des sociétés par la SEC.

Chapitre 18
Comparaison de huit paires d'entreprises

Dans ce chapitre, nous tenterons une nouvelle forme d'exposition. En sélectionnant huit paires de sociétés qui apparaissent côte à côte, ou presque, sur la liste boursière, nous espérons ramener de manière concrète et vivante certaines des nombreuses variétés de caractère, de structure financière, de politiques, de performance et de les vicissitudes des entreprises et les attitudes d'investissement et spéculatives observées sur la scène financière ces dernières années. Dans chaque comparaison, nous ne commenterons que les aspects qui ont une signification et une importance particulières.

Paire I: Real Estate Investment Trust (magasins, bureaux, usines, etc.) et Realty Equities Corp. de New York (investissement immobilier; construction générale)

Dans cette première comparaison, nous nous écartons de l'ordre alphabétique utilisé pour les autres paires. Il a une signification particulière pour nous, car il semble résumer, d'une part, tout ce qui a été raisonnable, stable et généralement bon dans les méthodes traditionnelles de gestion de l'argent des autres, contrairement - dans l'autre entreprise - à la expansion imprudente, legerdemain financier et les changements de montagnes russes

si souvent trouvés dans les opérations d'entreprise d'aujourd'hui. Les deux entreprises ont des noms similaires et, pendant de nombreuses années, elles sont apparues côte à côte sur la liste de la Bourse américaine. Leurs symboles boursiers - REI et REC - auraient facilement pu être confondus. Mais l'un d'eux est une fiducie de la Nouvelle-Angleterre, administrée par trois fiduciaires, dont les opérations remontent à près d'un siècle et dont les dividendes sont versés en continu depuis 1889. Elle a conservé le même type d'investissements prudents, limitant son expansion à un niveau modéré. taux et sa dette à un chiffre facilement gérable.[*]

L'autre est une entreprise typique à croissance soudaine basée à New York, qui a fait exploser ses actifs de 6,2 millions de dollars à 154 millions de dollars en huit ans et ses dettes dans la même proportion; qui est passé des opérations immobilières ordinaires à un éventail d'entreprises, dont deux hippodromes, 74 cinémas, trois agences littéraires, une entreprise de relations publiques, des hôtels, des supermarchés et une participation de 26% dans une grande entreprise de cosmétiques (qui a en faillite en 1970).[‡] Cette conglomération d'entreprises commerciales était assortie d'une variété correspondante d'appareils d'entreprise, notamment les suivants:

1. Une action privilégiée donnant droit à des dividendes annuels de 7 $, mais d'une valeur nominale de seulement 1 $, et portée au passif à 1 $ par action.

2. Une valeur des actions ordinaires déclarée de 2 500 000 $ (1 $ par action), plus que compensée par une déduction de 5 500 000 $ à titre de coût de 209 000 actions rachetées.

3. Trois séries de bons de souscription d'actions donnant droit à l'achat d'un total de 1 578 000 actions.

4. Au moins six types différents de titres de créance, sous forme d'hypothèques, de débentures, de billets détenus par le public, de billets à payer aux banques, de «billets, prêts et contrats à payer» et de prêts payables à la Small Business Administration, totalisant plus de 100 $ millions en mars 1969. En outre, il avait les taxes et les comptes à payer habituels.

Présentons d'abord quelques chiffres des deux entreprises tels qu'ils apparaissaient en 1960 (tableau 18-1A). Ici, nous trouvons les actions de Trust se vendant sur le marché pour neuf fois la valeur totale des actions. L'entreprise de fiducie avait une dette relative plus faible et un

meilleur rapport du net au brut, mais le prix du commun était plus élevé par rapport au bénéfice par action.

TABLEAU 18-1A. Paire 1. Fiducie de placement immobilier vs Realty Equities Corp. en 1960

Dans le tableau 18-1B, nous présentons la situation environ huit ans plus tard. La Fiducie avait «gardé le ton silencieux de son chemin», augmentant à la fois ses revenus et son bénéfice par action d'environ les trois quarts.* Mais Realty Equities avait été métamorphosé en quelque chose de monstrueux et vulnérable.

Comment Wall Street a-t-elle réagi à ces divers développements? En accordant le moins d'attention possible au Trust et beaucoup aux Realty Equities. En 1968, ce dernier a bondi de 10 à 37 3/4 et les bons de souscription cotés de 6 à 36½, sur des ventes combinées de 2 420 000 actions. Pendant que cela se produisait, les actions du Trust ont progressé de 20 à 30¼ sur un volume modeste. Le bilan des actions de mars 1969 devait montrer une valeur de l'actif de seulement 3,41 $ par action, moins d'un dixième de son prix élevé cette année-là. La valeur comptable des actions de la Fiducie était de 20,85 $.

TABLEAU 18-1B. Paire 1.

L'année suivante, il est devenu clair que tout n'allait pas bien dans le tableau des actions, et le cours est tombé à 9½. Lorsque le rapport de mars 1970 est apparu, les actionnaires ont dû se sentir choqués lorsqu'ils ont lu que l'entreprise avait subi une perte nette de 13 200 000 $, ou 5,17 $ par action, anéantissant pratiquement leurs anciens fonds propres. (Ce chiffre désastreux comprenait une réserve de 8 800 000 $ pour les pertes futures sur investissements.) Néanmoins, les administrateurs avaient courageusement (?) Déclaré un dividende supplémentaire de 5 cents juste après la clôture de l'exercice. Mais plus de problèmes étaient en vue. Les vérificateurs de la société ont refusé de certifier les états financiers de 1969-1970 et les actions ont été suspendues de la cote de la Bourse américaine. Sur le marché hors cote, le cours acheteur est tombé en dessous de 2 $ par action.*

Les actions des Real Estate Investment Trust ont connu des fluctuations de prix typiques après 1969. Le plus bas en 1970 était de 16½, avec une reprise à 26 5/6 au début de 1971. Le dernier bénéfice déclaré était de 1,50 $ par action, et le titre se vendait modérément au-dessus de son livre de 1970 valeur de 21,60 $. La question a peut-être été quelque peu surévaluée à son niveau record de 1968, mais les actionnaires ont été honnêtement et bien servis par leurs fiduciaires. L'histoire des actions immobilières est différente et désolée.

Paire 2: Produits de l'air et produits chimiques (gaz industriels et médicaux, etc.) et Air Reduction Co. (gaz et équipements industriels; produits chimiques)

Encore plus que notre première paire, ces deux-là se ressemblent tant par leur nom que par leur métier. La comparaison qu'ils invitent est donc de type conventionnel en analyse de sécurité, alors que la plupart de nos autres paires sont de nature plus hétéroclite.[‡] «Products» est une entreprise plus récente que «Reduction» et comptait en 1969 moins de la moitié du volume de l'autre.[*] Néanmoins, ses émissions d'actions se sont vendues 25% de plus au total que les actions d'Air Reduction. Comme le montre le tableau 18-2, la raison peut être trouvée à la fois dans la rentabilité accrue d'Air Reduction et dans son record de croissance. On retrouve ici les conséquences typiques d'une meilleure démonstration de «qualité». Air Products a vendu 16½ fois son dernier bénéfice contre seulement 9,1 fois pour Air Reduction. Air Products a également vendu bien au-dessus de son portefeuille d'actifs, tandis qu'Air Reduction ne pouvait être acheté qu'à 75% de sa valeur comptable.[‡] Air Reduction a payé un dividende plus libéral; mais cela peut être considéré comme reflétant la plus grande opportunité pour Air Products de conserver ses bénéfices. De plus, Air Reduction avait une position de fonds de roulement plus confortable. (Sur ce point, nous pouvons remarquer qu'une entreprise rentable peut toujours mettre en forme sa position actuelle par une forme de financement permanent. Mais selon nos normes, Air Products était quelque peu surchargé.)

Si l'analyste était appelé à choisir entre les deux sociétés, il n'aurait aucune difficulté à conclure que les perspectives d'Air Products semblaient plus prometteuses que celles d'Air Reduction. Mais cela a-t-il rendu Air Products plus attrayant à son prix relatif considérablement plus élevé? Nous doutons que cette question puisse recevoir une réponse définitive. En général, Wall Street place la «qualité» au-dessus de la «quantité» dans sa pensée, et probablement la majorité des analystes de sécurité opteraient pour les «meilleurs» mais plus chers Air Products contre la «plus pauvre» mais moins chère. La question de savoir si cette préférence doit prouver le bien ou le mal dépendra plus probablement de l’avenir imprévisible que de tout principe d’investissement démontrable. Dans ce cas, Air Reduction semble appartenir au groupe d'entreprises importantes de la classe des multiplicateurs faibles. Si, comme les études mentionnées ci-dessus[‡‡] semble indiquer que ce groupe *dans son ensemble* est susceptible de mieux se rendre compte que les stocks à multiplicateur élevé, alors Air Reduction devrait logiquement avoir la préférence, mais uniquement dans le cadre d'une opération diversifiée. (En

outre, une étude approfondie des différentes sociétés pourrait conduire l'analyste à la conclusion opposée; mais cela devrait être pour des raisons autres que celles déjà reflétées dans le passé.)

SEQUEL : Air Products a mieux résisté que Air Reduction à la pause de 1970, avec une baisse de 16% contre 24%. Cependant, la réduction a fait un meilleur retour au début de 1971, passant à 50% au-dessus de sa clôture de 1969, contre 30% pour les produits. Dans ce cas, la question du faible multiplicateur a marqué l'avantage, du moins pour le moment.*

TABLEAU 18-2. Paire 2.

Paire 3: American Home Products Co. (médicaments, cosmétiques, produits ménagers, bonbons) et American Hospital Supply Co. (distributeur et fabricant de fournitures et d'équipements hospitaliers)

Il s'agissait à la fin de 1969 de deux «sociétés de bonne volonté d'un milliard de dollars», représentant différents segments de l '«industrie de la santé» à croissance rapide et extrêmement rentable. Nous les désignerons

respectivement par le terme «maison» et «hôpital». Des données sélectionnées sur les deux sont présentées dans le tableau 18-3. Ils avaient en commun les points favorables suivants: excellente croissance, sans recul depuis 1958 (soit 100% de stabilité des bénéfices); et une situation financière solide. Le taux de croissance de l'hôpital jusqu'à la fin de 1969 était considérablement plus élevé que celui de Home. En revanche, Home a connu une rentabilité nettement supérieure tant sur les ventes que sur le capital.‡ (En fait, le taux relativement faible des revenus de l'hôpital sur son capital en 1969 - seulement 9,7% - soulève la question intrigante de savoir si l'entreprise était alors en fait très rentable, malgré son remarquable taux de croissance passé des ventes et des bénéfices.)

Lorsque le prix comparatif est pris en compte, Home a offert beaucoup plus pour l'argent en termes de bénéfices et de dividendes actuels (ou passés). La très faible valeur comptable de Home illustre une ambiguïté ou une contradiction fondamentale dans l'analyse des actions ordinaires. D'une part, cela signifie que l'entreprise gagne un rendement élevé sur son capital, ce qui est en général un signe de force et de prospérité. De l'autre, cela signifie que l'investisseur au prix actuel serait particulièrement vulnérable à tout changement défavorable important dans la situation des bénéfices de l'entreprise. Étant donné que Hospital vendait plus de quatre fois sa valeur comptable en 1969, cette mise en garde doit être appliquée aux deux sociétés.

TABLEAU 18-3. Paire 3.

C ONCLUSIONS : Notre vision claire serait que les deux sociétés étaient trop «riches» à leurs prix actuels pour être prises en compte par l'investisseur qui décide de suivre nos idées de sélection conservatrice. Cela ne signifie pas que les entreprises manquaient de promesses. Le problème est plutôt que leur prix contenait trop de «promesses» et pas assez de performances réelles. Pour les deux entreprises réunies, le prix de 1969 reflétait près de 5 milliards de dollars d'évaluation de bonne volonté. Combien d'années d'excellents bénéfices futurs faudrait-il pour «réaliser» ce facteur de bonne volonté sous forme de dividendes ou d'actifs corporels?

S HORT -T ERM S EQUEL : Fin 1969, le marché pensait manifestement plus aux perspectives de revenus de l'hôpital qu'à domicile, car il donnait aux premiers presque le double du multiplicateur des seconds. En l'occurrence, l'émission privilégiée a montré une *baisse* microscopique *des* gains en 1970, tandis que Home a réalisé un gain respectable de 8%. Le prix de marché de l'hôpital a fortement réagi à cette déception d'un an. Il s'est vendu à 32 en février 1971 - une perte d'environ 30% par rapport à sa clôture de 1969 - tandis que Home était coté légèrement au-dessus de son niveau correspondant.*

Paire 4: H & R Block, Inc. (Service de l'impôt sur le revenu) et Blue Bell, Inc., (Fabricants de vêtements de travail, d'uniformes, etc.)

Ces sociétés se côtoient en tant que nouveaux arrivants relatifs à la Bourse de New York, où elles représentent deux genres très différents d'histoires à succès. Blue Bell a fait ses preuves dans une industrie hautement concurrentielle, où elle est finalement devenue le facteur le plus important. Ses revenus ont quelque peu fluctué selon les conditions de l'industrie, mais leur croissance depuis 1965 a été impressionnante. Les activités de la société remontent à 1916 et son record continu de dividendes à 1923. Fin 1969, le marché boursier ne montrait aucun enthousiasme pour l'émission, lui donnant un ratio cours / bénéfice de seulement 11, contre environ 17 pour le composite S&P. indice.

En revanche, la montée de H & R Block a été fulgurante. Ses premiers chiffres publiés ne datent que de 1961, année au cours de laquelle il a gagné 83 000 $ sur des revenus de 610 000 $. Mais huit ans plus tard, à notre date de comparaison, ses revenus avaient grimpé à 53,6 millions de dollars et son net à 6,3 millions de dollars. À cette époque, l'attitude du marché boursier à l'égard de ce bon interprète n'était rien de moins qu'extatique. Le prix de 55 à la fin de 1969 était plus de 100 fois le dernier revenu déclaré sur 12 mois, qui était bien sûr le plus élevé à ce jour. La valeur marchande globale de 300 millions de dollars pour l'émission d'actions représentait près de 30 fois les actifs corporels derrière les actions.[*] Cela était presque inconnu dans les annales de sérieuses évaluations boursières. (A cette époque, IBM se vendait environ 9 fois et Xerox à 11 fois la valeur comptable.)

Notre tableau 18-4 présente en chiffres et en ratios l'écart extraordinaire dans les évaluations comparatives de Block et Blue Bell. Certes, Block a montré deux fois la rentabilité de Blue Bell par dollar de capital, et son pourcentage de croissance des bénéfices au cours des cinq dernières années (pratiquement rien) a été beaucoup plus élevé. Mais comme une entreprise par actions, Blue Bell vendait moins d'un tiers de la valeur totale de Block, bien que Blue Bell fasse quatre fois plus d'affaires, gagnant 2½ fois plus pour son stock, avait 5½ fois plus en investissements tangibles, et a donné neuf fois le rendement du dividende sur le prix.

Je NDICATED C ONCLUSIONS : Un analyste expérimenté aurait concédé un grand élan à bloquer, ce qui implique d' excellentes perspectives de croissance future. Il aurait pu avoir quelques scrupules sur les dangers d'une concurrence sérieuse dans le domaine des impôts sur le revenu, attirés par le beau retour sur capital réalisé par Block. [1]Mais conscient du succès continu de sociétés exceptionnelles telles que Avon Products dans des domaines hautement compétitifs, il aurait hésité à prévoir un aplatissement rapide de la courbe de croissance Block. Sa principale

préoccupation serait simplement de savoir si l'évaluation de 300 millions de dollars pour l'entreprise n'avait pas déjà été pleinement évaluée et peut-être surévaluée tout ce que l'on pouvait raisonnablement attendre de cette excellente entreprise. En revanche, l'analyste aurait dû avoir peu de difficulté à recommander Blue Bell comme une bonne entreprise, à un prix assez prudent.

TABLEAU 18-4. Paire 4.

S EQUEL TO M ARCH 1971. La quasi-panique 1970 trancha un quart du prix de Blue Bell et environ un tiers de celui du bloc. Tous deux se sont ensuite joints à l'extraordinaire reprise du marché général. Le prix de Block est passé à 75 en février 1971, mais Blue Bell a considérablement progressé - jusqu'à l'équivalent de 109 (après une division de trois pour deux). Clairement, Blue Bell s'est avéré un meilleur achat que Block à la fin de 1969. Mais le fait que Block ait pu avancer d'environ 35% par rapport à cette valeur apparemment gonflée indique à quel point les analystes et les investisseurs doivent être prudents pour vendre à découvert de bonnes sociétés, soit par mot. ou acte - peu importe à quel point la citation peut sembler élevée.*

Paire 5: Saveurs et parfums internationaux (saveurs, etc., pour d'autres entreprises) et International Harvester Co. (fabricant de camions, machines agricoles, machines de construction)

Cette comparaison devrait porter plus d'une surprise. Tout le monde connaît International Harvester, l'un des 30 géants du Dow Jones Industrial Average.‡ Combien de nos lecteurs ont même entendu parler d'International Flavors & Fragrances, voisin de Harvester sur la liste de la Bourse de New York? Pourtant, *mirabile dictu, l'* IFF se vendait en fait à la fin de 1969 pour une valeur marchande globale plus élevée que Harvester - 747 millions de dollars contre 710 millions de dollars. C'est d'autant plus étonnant quand on pense que Harvester avait 17 fois le capital-actions de Flavors et 27 fois les ventes annuelles. En fait, seulement trois ans auparavant, le *bénéfice net* de Harvester avait été supérieur aux *ventes* de 1969 de Flavours! Comment ces disparités extraordinaires se sont-elles développées? La réponse réside dans les deux mots magiques: rentabilité et croissance. Les saveurs ont fait une remarquable performance dans les deux catégories, tandis que Harvester laisse tout à désirer.

TABLEAU 18-5. Paire 5.

L'histoire est racontée dans le tableau 18-5. On retrouve ici Flavors avec un bénéfice sensationnel de 14,3% des ventes (avant impôt sur le revenu, le chiffre était de 23%), contre seulement 2,6% pour Harvester. De même, Flavors avait gagné 19,7% sur son capital-actions contre 5,5% insuffisants pour Harvester. En cinq ans, le bénéfice net de Flavors avait presque doublé, tandis que celui de Harvester était pratiquement resté stable. Entre 1969 et 1959, la comparaison fait une lecture similaire. Ces différences de

performance ont produit une divergence typique de valorisation boursière. Flavours s'est vendu en 1969 à 55 fois son dernier bénéfice déclaré et Harvester à seulement 10,7 fois. En conséquence, Flavors était évalué à 10,4 fois sa valeur comptable, tandis que Harvester se vendait avec une *remise* de 41% sur sa valeur nette.

C OMMENTATION ET C ONCLUSIONS : La première chose à remarquer est que le succès de Flavors sur le marché était entièrement basé sur le développement de son activité centrale, et n'impliquait aucune des activités de rotation et de négociation de l'entreprise, des programmes d'acquisition, des structures de capitalisation les plus lourdes et autres pratiques familières de Wall Street ces dernières années. L'entreprise a conservé son tricot extrêmement rentable, et c'est pratiquement toute son histoire. Le bilan de Harvester soulève un ensemble de questions entièrement différent, mais celles-ci n'ont rien à voir non plus avec la «haute finance». Pourquoi tant de grandes entreprises sont-elles devenues relativement non rentables même pendant de nombreuses années de prospérité générale? Quel est l'avantage de faire plus de 2½ milliards de dollars d'affaires si l'entreprise ne peut pas gagner suffisamment pour justifier l'investissement des actionnaires? Il ne nous appartient pas de prescrire la solution de ce problème. Mais nous insistons sur le fait que non seulement la direction, mais aussi le rang des actionnaires, doivent être conscients que le problème existe et qu'il appelle les meilleurs cerveaux et les meilleurs efforts possibles pour y faire face.* Du point de vue de la sélection des actions ordinaires, aucune des émissions n'aurait satisfait à nos normes d'investissement sain, raisonnablement attrayant et à prix modéré. Flavors était une entreprise typique brillamment réussie mais richement appréciée; Le résultat de Harvester était trop médiocre pour le rendre vraiment attrayant, même à son prix réduit. (Sans aucun doute, il y avait de meilleures valeurs disponibles dans la classe à prix raisonnable.)

S EQUEL À 1971: Le prix bas de Harvester à la fin de 1969 , protégé d'un important déclin supplémentaire de la mauvaise rupture de 1970. Il a perdu seulement 10% de plus. Les saveurs se sont révélées plus vulnérables et sont tombées à 45, soit une perte de 30%. Dans la reprise qui a suivi, les deux ont progressé, bien au-dessus de leur clôture de 1969, mais Harvester est rapidement retombé au niveau 25.

Paire 6: McGraw Edison (service public et équipement; articles ménagers) McGraw-Hill, Inc. (livres, films, systèmes d'enseignement; éditeurs de magazines et de journaux; services d'information)

Cette paire avec des noms si similaires - que nous appellerons parfois Edison et Hill - sont deux grandes entreprises prospères dans des domaines très différents. Nous avons choisi le 31 décembre 1968 comme date de notre comparaison, développée dans le tableau 18-6. Les émissions se vendaient à peu près au même prix, mais en raison de la plus grande capitalisation de Hill, elles étaient évaluées à environ le double du chiffre total de l'autre. Cette différence devrait paraître quelque peu surprenante, car Edison a enregistré des ventes d'environ 50% plus élevées et un bénéfice net un quart plus élevé. Par conséquent, nous constatons que le ratio clé - le multiplicateur des gains - était plus de deux fois plus élevé pour Hill que pour Edison. Ce phénomène semble s'expliquer principalement par la persistance d'un fort enthousiasme et d'une partialité manifestée par le marché à l'égard des actions des sociétés d'édition de livres, dont plusieurs avaient été introduites dans le commerce public à la fin des années 1960.[*]

En fait, à la fin de 1968, il était évident que cet enthousiasme était exagéré. Les actions Hill s'étaient vendues à 56 en 1967, soit plus de 40 fois le bénéfice record qui vient d'être déclaré pour 1966. Mais une légère baisse était apparue en 1967 et une nouvelle baisse en 1968. Ainsi, le multiplicateur élevé actuel de 35 était appliqué à un société qui avait déjà montré deux années de recul des bénéfices. Néanmoins, le titre était toujours évalué à plus de huit fois sa valeur corporelle, ce qui indique une composante de bonne volonté non loin d'un milliard de dollars! Ainsi, le prix semblait illustrer - dans la célèbre phrase du Dr Johnson - «Le triomphe de l'espoir sur l'expérience».

TABLEAU 18-6. Paire 6.

En revanche, McGraw Edison semblait coté à un prix raisonnable par rapport au niveau général (élevé) du marché et à la performance globale et à la situation financière de l'entreprise.

S EQUEL à début 1971: La baisse des revenus de McGraw-Hill a continué à travers 1969 et 1970, passant à 1,02 $ et à 0,82 $ par action. Lors de la débâcle de mai 1970, son prix a subi une cassure dévastatrice à 10, soit moins d'un cinquième du chiffre deux ans auparavant. Il a ensuite connu une bonne reprise, mais le plus haut de 24 en mai 1971 n'était encore que de 60% du cours de clôture de 1968. McGraw Edison a donné un meilleur aperçu de lui-même - tombant à 22 en 1970 et récupérant complètement à 41½ en mai 1971.*

McGraw-Hill continue d'être une entreprise solide et prospère. Mais son histoire de prix illustre - comme le font de nombreux autres cas - les risques spéculatifs de ces actions créés par Wall Street à travers ses vagues indisciplinées d'optimisme et de pessimisme.

Paire 7: National General Corp. (A Large Conglomerate) et National Presto Industries (Diverse Electric Appliances, Ordnance)

Ces deux sociétés invitent à la comparaison principalement parce qu'elles sont très différentes. Appelons-les «Général» et «Presto». Nous avons choisi la fin de 1968 pour notre étude, car les radiations prises par le Général en 1969 rendaient les chiffres de cette année trop ambigus. La

saveur complète des activités lointaines de General ne pouvait pas être savourée l'année précédente, mais elle était déjà suffisamment conglomérée pour le goût de n'importe qui. La description condensée dans le *guide des actions* était la suivante: «Chaîne de théâtre nationale; production cinématographique et télévisuelle, ass. d'épargne et de crédit, édition de livres. »À quoi pourrait s'ajouter, ensuite ou plus tard,« assurances, banque d'investissement, disques, édition musicale, services informatiques, immobilier - et 35% de Performance Systems Inc (Le nom a récemment changé de Minnie Pearl's Chicken System Inc.). »Presto avait également suivi un programme de diversification, mais en comparaison avec General, il était en effet modeste. Au début en tant que fabricant leader d'autocuiseurs, il s'était diversifié dans divers autres appareils électroménagers et électriques. De manière tout à fait différente, elle a également pris un certain nombre de contrats de munitions pour le gouvernement américain.

Notre tableau 18-7 résume les résultats des sociétés à la fin de 1968. La structure du capital de Presto était aussi simple que possible - rien que 1 478 000 actions ordinaires, vendues sur le marché pour 58 millions de dollars. À l'opposé, General avait plus de deux fois plus d'actions ordinaires, plus une émission d'actions convertibles privilégiées, plus trois émissions de bons de souscription d'actions appelant une énorme quantité d'actions ordinaires, plus une émission obligataire convertible imposante (donnée uniquement en échange d'actions d'une assurance société), plus une bonne somme d'obligations non convertibles. Tout cela s'est traduit par une capitalisation boursière de 534 millions de dollars, sans compter une émission imminente d'obligations convertibles, et 750 millions de dollars, y compris une telle émission. Malgré la capitalisation énormément plus élevée de National General, celle-ci avait en fait considérablement moins d'affaires brutes que Presto au cours de leurs exercices, et elle n'avait montré que 75% de son revenu net.

La détermination de la *véritable valeur marchande* de la capitalisation boursière de General pose un problème intéressant pour les analystes en sécurité et a des implications importantes pour toute personne intéressée par l'action sur une base plus sérieuse que le jeu pur et simple. Il est facile de prendre en charge le relativement petit convertible 4½ $ préféré en supposant sa conversion en commun, lorsque ce dernier se vend à un niveau de marché approprié. C'est ce que nous avons fait dans le tableau 18-7. Mais les mandats nécessitent un traitement différent. En calculant la base de la «pleine dilution», la société suppose l'exercice de tous les bons de souscription et l'application du produit à la résorption de la dette, plus l'utilisation du solde pour acheter des actions communes au marché. Ces

hypothèses n'ont en fait pratiquement eu aucun effet sur le bénéfice par action au cours du calendrier 1968, qui était déclaré à 1,51 $ avant et après provision pour dilution. Nous considérons ce traitement illogique et irréaliste. À notre avis, les bons de souscription représentent une partie du «paquet d'actions ordinaires» et leur valeur marchande fait partie de la «valeur marchande effective» de la partie des actions ordinaires du capital. (Voir notre discussion de ce point à la p. 415 ci-dessus.) Cette simple technique d'ajout du prix de marché des warrants à celui du commun a un effet radical sur la présentation de National General fin 1968, comme il ressort du calcul dans le tableau 18-7. En fait, le «vrai prix du marché» des actions ordinaires se révèle être plus du double du chiffre cité. Par conséquent, le véritable multiplicateur des gains de 1968 a plus que doublé - au chiffre intrinsèquement absurde de 69 fois. La valeur marchande totale des «équivalents d'actions ordinaires» devient alors 413 millions de dollars, soit plus du triple des actifs corporels indiqués à cet effet.

TABLEAU 18-7. Paire 7.

Ces chiffres apparaissent d'autant plus anormaux lorsque l'on compare avec ceux de Presto. On est poussé à se demander comment Presto pourrait

être évalué à seulement 6,9 fois ses revenus actuels alors que le multiplicateur pour General était près de 10 fois plus grand. Tous les ratios de Presto sont tout à fait satisfaisants - le chiffre de croissance est donc suspect, en fait. Nous entendons par là que la société a sans aucun doute bénéficié considérablement de son travail de guerre, et les actionnaires devraient être prêts à une baisse des bénéfices en temps de paix. Mais, dans l'ensemble, Presto répondait à toutes les exigences d'un investissement solide et à un prix raisonnable, tandis que General avait toutes les caractéristiques d'un «conglomérat» typique du millésime de la fin des années 1960, plein de gadgets d'entreprise et de gestes grandioses, mais manquant de valeurs substantielles derrière les cotations du marché.

S EQUEL : General a poursuivi sa politique de diversification en 1969, avec une certaine augmentation de sa dette. Mais il a fallu une énorme annulation de millions, principalement en valeur de son investissement dans l'affaire Minnie Pearl Chicken. Les chiffres définitifs montrent une perte de 72 millions de dollars avant crédit d'impôt et de 46,4 millions de dollars après crédit d'impôt. Le prix des actions est tombé à 16½ en 1969 et aussi bas que 9 en 1970 (seulement 15% de son plus haut de 1968 de 60). Le bénéfice pour 1970 a été évalué à 2,33 $ par action après dilution, et le prix est revenu à 28½ en 1971. National Presto a quelque peu augmenté son bénéfice par action en 1969 et 1970, marquant 10 années de croissance ininterrompue des bénéfices. Néanmoins, son prix est tombé à 21½ dans la débâcle de 1970. Il s'agit d'un chiffre intéressant, car il représentait moins de quatre fois le dernier bénéfice déclaré et moins que l'actif net courant disponible pour le stock à l'époque. À la fin de 1971, nous trouvons le prix du National Presto 60% plus élevé, à 34, mais les ratios sont encore surprenants. Le fonds de roulement élargi est toujours à peu près égal au prix actuel, qui à son tour n'est que 5½ fois le dernier bénéfice déclaré. Si l'investisseur pouvait désormais trouver dix de ces problèmes, pour la diversification, il pouvait être sûr de résultats satisfaisants.*

Paire 8: Whiting Corp. (équipement de manutention) et Willcox & Gibbs (petit conglomérat)

Cette paire est proche mais ne touche pas les voisins de la liste de la Bourse américaine. La comparaison - présentée dans le tableau 18-8A - fait que l'on se demande si Wall Street est une institution rationnelle. La société dont les ventes et les bénéfices sont moindres et dont la moitié des actifs corporels pour le commun a vendu environ quatre fois la valeur totale de l'autre. L'entreprise de plus grande valeur était sur le point de déclarer une perte importante après des charges spéciales; il n'avait pas payé de dividende en treize ans. L'autre avait un long historique de bénéfices

satisfaisants, avait versé des dividendes continus depuis 1936 et affichait actuellement l'un des rendements en dividendes les plus élevés de toute la liste des actions ordinaires. Afin d'indiquer plus clairement la disparité des performances des deux sociétés, nous annexons, au tableau 18-8B, le relevé des bénéfices et des prix pour 1961–1970.

Tableau 18-8A. Paire 8.

TABLEAU 18-8B. Registre des prix et des bénéfices sur 10 ans de Whiting et Willcox & Gibbs

L'histoire des deux sociétés jette un éclairage intéressant sur le développement des moyennes entreprises dans ce pays, contrairement aux entreprises de plus grande taille qui sont principalement apparues dans ces pages. Whiting a été constituée en société en 1896 et remonte donc à au moins 75 ans. Il semble avoir gardé assez fidèlement ses activités de manutention et s'en est plutôt bien sorti au fil des décennies. Willcox & Gibbs remonte encore plus loin - jusqu'en 1866 - et était depuis longtemps connu dans son industrie comme un fabricant de premier plan de machines à coudre industrielles. Au cours de la dernière décennie, il a adopté une politique de diversification sous une forme qui semble plutôt bizarre. Car, d'une part, elle possède un nombre extraordinairement important de filiales (au moins 24), créant une étonnante variété de produits, mais d'autre part, l'ensemble de l'agglomération se compose de puissantes petites pommes de terre selon les normes habituelles de Wall Street.

L'évolution des bénéfices à Whiting est plutôt caractéristique de nos préoccupations commerciales. Les chiffres montrent une croissance régulière et assez spectaculaire, passant de 41 cents par action en 1960 à 3,63 $ en 1968. Mais ils ne sont pas certains qu'une telle croissance doit se poursuivre indéfiniment. La baisse subséquente à seulement 1,77 $ pour les 12 mois terminés en janvier 1971 n'a peut-être reflété rien de plus que le ralentissement de l'économie générale. Mais le cours de l'action a réagi de manière sévère, chutant d'environ 60% de son plus haut de 1968 (43½) à la fin de 1969. Notre analyse indiquerait que les actions représentaient un investissement secondaire solide et attrayant - adapté à l'investisseur entreprenant dans le cadre d'un groupe de ces engagements.

S EQUEL : Willcox & Gibbs a affiché une petite perte d'exploitation pour 1970. Son prix a chuté de façon drastique à un creux de 4½, remontant de

façon typique à 9½ en février 1971. Il serait difficile de justifier statistiquement ce prix. Le merlan a connu une baisse relativement faible, à 16 3/4 en 1970. (À ce prix, il se vendait à peu près aux seuls actifs disponibles pour les actions). Son bénéfice s'est maintenu à 1,85 $ par action jusqu'en juillet 1971. Au début de 1971, le cours a grimpé à 24½, ce qui semblait assez raisonnable mais qui n'était plus une «aubaine» selon nos normes.*

Observations générales

Les problèmes utilisés dans ces comparaisons ont été sélectionnés avec une certaine malveillance et on ne peut donc pas dire qu'ils présentent un échantillon aléatoire de la liste des actions ordinaires. Ils sont également limités à la section industrielle, et les domaines importants des services publics, des sociétés de transport et des entreprises financières n'apparaissent pas. Mais ils varient suffisamment en taille, en secteurs d'activité et en aspects qualitatifs et quantitatifs pour donner une idée juste des choix auxquels est confronté un investisseur en actions ordinaires.

La relation entre le prix et la valeur indiquée a également beaucoup différé d'un cas à l'autre. Dans la plupart des cas, les entreprises affichant de meilleurs antécédents de croissance et une rentabilité plus élevée se sont vendues à des multiplicateurs de revenus courants plus élevés, ce qui est assez logique en général. On ne peut répondre avec certitude à la question de savoir si les écarts spécifiques dans les ratios cours / bénéfices sont «justifiés» par les faits - ou seront confirmés par les développements futurs. D'un autre côté, nous avons ici pas mal d'exemples dans lesquels un jugement valable peut être rendu. Celles-ci comprennent pratiquement tous les cas où l'activité sur le marché a été importante dans des sociétés dont la solidité sous-jacente est discutable. Ces actions étaient non seulement spéculatives - ce qui signifie intrinsèquement risqué - mais aussi la plupart du temps, elles étaient et sont évidemment surévaluées. D'autres questions semblaient valoir plus que leur prix, étant affectées par le type d'attitude opposé du marché - que nous pourrions appeler «sous-spécification» - ou par un pessimisme indu en raison d'une diminution des bénéfices.

TABLEAU 18-9. Quelques fluctuations de prix de seize actions ordinaires (ajustées en fonction du fractionnement des actions jusqu'en 1970)

Dans le tableau 18-9, nous fournissons quelques données sur les fluctuations de prix des problèmes traités dans ce chapitre. La plupart d'entre eux ont connu des baisses importantes entre 1961 et 1962, ainsi que de 1969 à 1970. Il est clair que l'investisseur doit être préparé à ce type de mouvement défavorable du marché sur les futures bourses. Le tableau 18-10 montre les fluctuations d'une année à l'autre du stock commun de McGraw-Hill pour la période 1958–1970. On notera qu'au cours de chacune des 13 dernières années, le prix a progressé ou baissé sur une fourchette d'au moins trois à deux d'une année à l'autre. (Dans le cas des fluctuations générales nationales d'au moins cette amplitude, à la fois à la hausse et à la baisse ont été indiquées pour chaque période de deux ans.)

TABLEAU 18-10. Importantes fluctuations d'une année à l'autre de McGraw-Hill, 1958–1971 [a]

En étudiant la liste de stock du matériel dans ce chapitre, nous avons été une fois de plus impressionnés par la grande différence entre les objectifs habituels de l'analyse de sécurité et ceux que nous jugeons fiables et gratifiants. La plupart des analystes de la sécurité tentent de sélectionner les problèmes qui rendront le mieux compte d'eux-mêmes à l'avenir, en termes principalement d'action du marché mais en tenant compte également de l'évolution des bénéfices. Nous sommes franchement sceptiques quant à savoir si cela peut être fait avec des résultats satisfaisants. Notre préférence pour le travail de l'analyste serait plutôt qu'il recherche les cas exceptionnels ou minoritaires dans lesquels il peut juger raisonnablement confiant que le prix est bien en dessous de la valeur. Il devrait être en mesure de faire ce travail avec une expertise suffisante pour produire des résultats moyens satisfaisants au fil des ans.

Commentaire sur le chapitre 18

Ce qui a été, c'est ce qui sera; et ce qui est fait est ce qui doit être fait; et il n'y a rien de nouveau sous le soleil. Y a-t-il quelque chose dont on

puisse dire: voyez, c'est nouveau? elle est déjà ancienne, qui était devant nous.

—*Ecclésiaste,* I: 9-10.

Mettons à jour l'écriture classique de Graham de huit paires d'entreprises, en utilisant la même technique de comparaison et de contraste qu'il a mise au point dans ses conférences à la Columbia Business School et au New York Institute of Finance. Gardez à l'esprit que ces résumés ne décrivent ces stocks qu'aux moments spécifiés. Les actions bon marché pourraient par la suite devenir trop chères; les actions chères peuvent devenir bon marché. À un moment donné de sa vie, presque chaque action est une affaire; à un autre moment, ce sera cher. Bien qu'il existe de bonnes et de mauvaises entreprises, il n'existe pas de bonne action; il n'y a que de bons cours boursiers, qui vont et viennent.

Paire 1: CISCO et SYSCO

Le 27 mars 2000, Cisco Systems, Inc., est devenue la société la plus précieuse au monde, car ses actions ont atteint 548 milliards de dollars en valeur totale. Cisco, qui fabrique des équipements qui dirigent les données sur Internet, n'a vendu ses actions au public que 10 ans plus tôt. Si vous aviez acheté les actions de Cisco dans l'offre initiale et l'aviez conservé, vous auriez gagné un gain ressemblant à une erreur typographique faite par un fou: 103 697%, soit un rendement annuel moyen de 217%. Au cours de ses quatre trimestres précédents, Cisco avait généré 14,9 milliards de dollars de revenus et 2,5 milliards de dollars de bénéfices. L'action s'échangeait à 219 fois le bénéfice net de Cisco, l'un des ratios cours / bénéfices les plus élevés jamais accordés à une grande entreprise.

Ensuite, il y avait Sysco Corp., qui fournit de la nourriture aux cuisines institutionnelles et était cotée en bourse depuis 30 ans. Au cours de ses quatre derniers trimestres, Sysco a généré 17,7 milliards de dollars de revenus, soit près de 20% de plus que Cisco, mais «seulement» 457 millions de dollars de revenu net. Avec une valeur de marché de 11,7 milliards de dollars, les actions de Sysco se sont échangées à 26 fois les bénéfices, bien en deçà du ratio P / E moyen du marché de 31.

Un jeu d'association de mots avec un investisseur typique aurait pu se passer comme ça.

Q: Quelles sont les premières choses qui vous viennent à l'esprit lorsque je dis Cisco Systems?

R: Internet... l'industrie du futur... grand stock... stock chaud... Puis-je s'il vous plaît en acheter avant qu'il ne monte encore plus?

Q: Et qu'en est-il de Sysco Corp.?

R: Camions de livraison... succotash... Sloppy Joes... tarte au berger... repas scolaires... *nourriture d'hôpital* ... non merci, je n'ai plus faim.

Il est bien établi que les gens attribuent souvent une valeur mentale aux actions en se basant en grande partie sur l'imagerie émotionnelle que les entreprises évoquent.[1] Mais l'investisseur intelligent va toujours plus loin. Voici ce qu'un regard sceptique sur les états financiers de Cisco et de Sysco aurait révélé:

- Une grande partie de la croissance des revenus et des bénéfices de Cisco provient d'acquisitions. Depuis septembre seulement, Cisco a investi 10,2 milliards de dollars pour acheter 11 autres entreprises. Comment autant d'entreprises peuvent-elles être écrasées ensemble si rapidement?[2] De plus, environ un tiers des bénéfices de Cisco au cours des six mois précédents ne provenaient pas de ses activités, mais des allégements fiscaux sur les options d'achat d'actions exercés par ses dirigeants et employés. Et Cisco avait gagné 5,8 milliards de dollars en vendant des «investissements», puis en avait acheté 6 milliards de plus. Était-ce une société Internet ou un fonds commun de placement? Et si ces «investissements» cessaient d'augmenter?

- Sysco avait également acquis plusieurs sociétés au cours de la même période, mais n'avait payé qu'environ 130 millions de dollars. Les options sur actions des initiés de Sysco ne représentaient que 1,5% des actions en circulation, contre 6,9% chez Cisco. Si les initiés encaissaient leurs options, le bénéfice par action de Sysco serait dilué beaucoup moins que celui de Cisco. Et Sysco avait augmenté son dividende trimestriel de neuf cents par action à 10; Cisco n'a versé aucun dividende.

Enfin, comme l'a souligné Jeremy Siegel, professeur de finance à Wharton, aucune entreprise aussi grande que Cisco n'a jamais été en mesure de croître assez rapidement pour justifier un ratio cours / bénéfice supérieur à 60, sans parler d'un ratio P / E supérieur à 200.[3] Une fois qu'une entreprise devient un géant, sa croissance doit ralentir - sinon elle

finira par manger le monde entier. Le grand satiriste américain Ambrose Bierce a inventé le mot «incompossible» pour décrire deux choses qui sont concevables séparément mais ne peuvent pas exister ensemble. Une entreprise peut être un géant, ou elle peut mériter un rapport P / E géant, mais les deux ensemble sont incomposables.

Les roues sont rapidement sorties du mastodonte Cisco. Premièrement, en 2001, une charge de 1,2 milliard de dollars a été engagée pour «restructurer» certaines de ces acquisitions. Au cours des deux prochaines années, 1,3 milliard de dollars de pertes sur ces «investissements» ont fui. De 2000 à 2002, les actions de Cisco ont perdu les trois quarts de sa valeur. Sysco, quant à lui, a continué de dégager des bénéfices et le titre a gagné 56% au cours de la même période (voir la figure 18-1).

Paire 2: Yahoo! et miam!

Le 30 novembre 1999, Yahoo! Les actions de Inc. ont clôturé à 212,75 $, en hausse de 79,6% depuis le début de l'année. Au 7 décembre, l'action était à 348 $, soit un gain de 63,6% en cinq jours de bourse. Yahoo! a continué de coqueluche jusqu'à la fin de l'année, clôturant à 432 687 $ le 31 décembre. En un seul mois, le titre avait plus que doublé, gagnant environ 58 milliards de dollars pour atteindre une valeur marchande totale de 114 milliards de dollars.[4]

FIGURE 18-1 Cisco vs Sysco

Remarque: rendements totaux pour l'année civile; bénéfice net de l'exercice.
Source: www.morningstar.com

Au cours des quatre trimestres précédents, Yahoo! avait accumulé 433 millions de dollars de revenus et 34,9 millions de dollars de bénéfice net. Ainsi, les actions de Yahoo! Étaient désormais au prix de 263 fois le chiffre d'affaires et 3 264 fois le bénéfice. (N'oubliez pas qu'un rapport P / E bien supérieur à 25 a fait grimacer Graham!)[5]

Pourquoi Yahoo! crier vers le haut? Après la fermeture du marché le 30 novembre, Standard & Poor's a annoncé qu'elle ajouterait Yahoo! à son indice S & P 500 au 7 décembre. Cela ferait de Yahoo! une détention obligatoire pour les fonds indiciels et autres grands investisseurs - et cette soudaine augmentation de la demande ne manquerait pas de faire grimper le titre encore plus, du moins temporairement. Avec environ 90% des actions de Yahoo! Enfermées entre les mains d'employés, de sociétés de capital-risque et d'autres détenteurs restreints, seule une fraction de ses actions pourrait être négociée. Ainsi, des milliers de personnes ont acheté le stock uniquement parce qu'elles savaient que d'autres personnes devraient l'acheter - et le prix n'était pas un problème.

Pendant ce temps, miam! est allé mendier. Une ancienne division de PepsiCo qui gère des milliers de restaurants Kentucky Fried Chicken, Pizza Hut et Taco Bell, Yum! avait généré 8 milliards de dollars de revenus au cours des quatre trimestres précédents, au cours desquels il avait gagné 633 millions de dollars, soit 17 fois la taille de Yahoo !. Pourtant, la valeur boursière de Yum! À la fin de 1999 n'était que de 5,9 milliards de dollars, soit 1/19 de la capitalisation de Yahoo !. À ce prix, les actions de Yum! Se vendaient à un peu plus de neuf fois ses bénéfices et seulement 73% de ses revenus.[6]

Comme Graham aimait à le dire, à court terme, le marché est une machine à voter, mais à long terme, c'est une machine à peser. Yahoo! a remporté le concours de popularité à court terme. Mais au final, ce sont les bénéfices qui comptent - et Yahoo! en avait à peine. Une fois que le marché a cessé de voter et a commencé à peser, la balance a basculé vers Yum! Son stock a augmenté de 25,4% de 2000 à 2002, tandis que Yahoo! A perdu 92,4% cumulativement:

FIGURE 18-2 Yahoo! contre Yum!

Remarques: Rendements totaux pour l'année civile; bénéfice net de l'exercice. Le bénéfice net de Yahoo! Pour 2002 inclut l’effet du changement de principe comptable.
Sources: www.morningstar.com

Paire 3: Commerce One et Capital One

En mai 2000, Commerce One, Inc. n'était cotée en bourse que depuis le mois de juillet précédent. Dans son premier rapport annuel, la société (qui conçoit des «échanges» Internet pour les services d'achats des entreprises) montrait des actifs de seulement 385 millions de dollars et a déclaré une perte nette de 63 millions de dollars sur seulement 34 millions de dollars de revenus totaux. Le stock de cette minuscule entreprise avait augmenté de près de 900% depuis son introduction en bourse, atteignant une capitalisation boursière totale de 15 milliards de dollars. Était-ce trop cher? "Oui, nous avons une grande capitalisation boursière", a déclaré le directeur général de Commerce One, Mark Hoffman, dans un entretien. «Mais nous avons un grand marché sur lequel jouer. Nous constatons une demande incroyable…. Les analystes s'attendent à ce que nous réalisions 140 millions de dollars de revenus cette année. Et dans le passé, nous avons dépassé nos attentes. »

Deux choses ressortent de la réponse de Hoffman:

- Étant donné que Commerce One perdait déjà 2 $ sur chaque dollar de ventes, s'il quadruplait ses revenus (comme l'attendent les «analystes»), ne perdrait-il pas encore plus massivement de l'argent?

- Comment Commerce One aurait-il pu dépasser les attentes «dans le passé»? *Quel* passé?

Lorsqu'on lui a demandé si son entreprise réaliserait un bénéfice, Hoffman était prêt: «Il ne fait aucun doute que nous pouvons transformer cela en une entreprise rentable. Nous prévoyons de devenir rentables au quatrième trimestre de 2001, une année où les analystes nous voient gagner plus de 250 millions de dollars de revenus. »

Voilà encore ces analystes! "J'aime Commerce One à ces niveaux, car il croît plus vite qu'Ariba [un concurrent proche dont les actions se négocient également à environ 400 fois les revenus]", a déclaré Jeanette Sing, analyste à la banque d'investissement Wasserstein Perella. «Si ces taux de croissance se poursuivent, Commerce One se négociera à 60 à 70 fois ses ventes en 2001.» (En d'autres termes, je peux nommer un titre plus cher que Commerce One, donc Commerce One est bon marché.)[sept]

À l'autre extrême, Capital One Financial Corp., un émetteur de cartes de crédit MasterCard et Visa. De juillet 1999 à mai 2000, son stock a perdu 21,5%. Pourtant, Capital One avait un actif total de 12 milliards de dollars et

a gagné 363 millions de dollars en 1999, en hausse de 32% par rapport à l'année précédente. Avec une valeur marchande d'environ 7,3 milliards de dollars, le titre s'est vendu à 20 fois le bénéfice net de Capital One. Tout ne va peut-être pas bien chez Capital One - la société a à peine augmenté ses réserves pour des prêts qui pourraient mal tourner, même si les taux de défaut ont tendance à grimper en période de récession - mais son cours de l'action reflète au moins un risque de problèmes potentiels.

Que s'est-il passé ensuite? En 2001, Commerce One a généré 409 millions de dollars de revenus. Malheureusement, il a enregistré une perte nette de 2,6 milliards de dollars - ou 10,30 $ d'encre rouge par action - sur ces revenus. Capital One, quant à lui, a généré près de 2 milliards de dollars de revenu net entre 2000 et 2002. Ses actions ont perdu 38% au cours de ces trois années, pas pire que le marché boursier dans son ensemble. Commerce One a cependant perdu 99,7% de sa valeur.[8]

Au lieu d'écouter Hoffman et ses analystes, les traders auraient dû tenir compte de l'avertissement honnête du rapport annuel de Commerce One pour 1999: «Nous n'avons jamais été rentables. Nous nous attendons à subir des pertes nettes dans un avenir prévisible et nous ne serons peut-être jamais rentables. »

Paire 4: Palm et 3COM

Le 2 mars 2000, la société de réseautage de données 3Com Corp. a vendu au public 5% de sa filiale Palm, Inc. Les 95% restants des actions de Palm seraient distribués aux actionnaires de 3Com au cours des prochains mois; pour chaque action de 3Com qu'ils détenaient, les investisseurs recevraient 1,525 actions de Palm.

Il y avait donc deux façons d'obtenir 100 actions de Palm: en essayant de vous frayer un chemin dans l'introduction en bourse, ou en achetant 66 actions de 3Com et en attendant que la société mère distribue le reste du stock de Palm. En obtenant une part et demie de Palm pour chaque action 3Com, vous vous retrouveriez avec 100 actions de la nouvelle société et vous auriez toujours 66 actions de 3Com.

Mais qui voulait attendre quelques mois? Alors que 3Com luttait contre des rivaux géants comme Cisco, Palm était un leader dans «l'espace» brûlant des organiseurs numériques portables. L'action de Palm a donc bondi de son prix d'offre de 38 $ pour clôturer à 95,06 $, un rendement de 150% le premier jour. Cela a évalué Palm à plus de 1 350 fois ses revenus au cours des 12 mois précédents.

Le même jour, le cours de l'action de 3Com est *passé* de 104,13 $ à 81,81 $. Où 3Com aurait-il dû fermer ce jour-là, étant donné le prix du Palm? L'arithmétique est simple:

- chaque action 3Com avait le droit de recevoir 1,525 action de Palm
- chaque action de Palm fermée à 95,06 $
- 1,525 95,06 $ = 144,97 $

C'est ce que valait chaque action 3Com sur la base de sa participation dans Palm uniquement. Ainsi, à 81,81 $, les commerçants disaient que toutes les autres entreprises de 3Com combinées valaient 63,16 $ par action, *soit un total de moins 22 milliards de dollars!* Rarement dans l'histoire, les actions ont été plus stupidement évaluées.[9]

Mais il y avait un hic: tout comme 3Com ne valait pas vraiment moins 22 milliards de dollars, Palm ne valait pas vraiment plus de 1350 fois ses revenus. À la fin de 2002, les deux actions souffraient dans la récession de la haute technologie, mais ce sont les actionnaires de Palm qui ont vraiment été frappés, car ils ont abandonné tout bon sens lorsqu'ils ont acheté en premier lieu:

FIGURE 18-3

Palm's Down

Source: www.morningstar.com

Paire 5: CMGI et CGI

L'année 2000 a débuté en fanfare pour CMGI, Inc., alors que l'action a atteint 163,22 $ le 3 janvier, soit un gain de 1 126% par rapport à son prix

un an auparavant. L'entreprise, un «incubateur Internet», a financé et acquis des start-ups dans diverses entreprises en ligne, parmi lesquelles des stars de premier plan comme theglobe.com et Lycos.[dix]

Au cours de l'exercice 1998, alors que son stock est passé de 98 cents à 8,52 $, CMGI a dépensé 53,8 millions de dollars pour acquérir des participations totales ou partielles dans des sociétés Internet. Au cours de l'exercice 1999, alors que son stock passait de 8,52 $ à 46,09 $, CMGI a déboursé 104,7 millions de dollars. Et au cours des cinq derniers mois de 1999, alors que ses actions ont grimpé à 138,44 $, CMGI a dépensé 4,1 milliards de dollars en acquisitions. La quasi-totalité de l '«argent» était la propre monnaie émise par CMGI: ses actions ordinaires, aujourd'hui évaluées à plus de 40 milliards de dollars.

C'était une sorte de manège magique. Plus le stock de CMGI était élevé, plus il pouvait se permettre d'acheter. Plus CMGI pouvait se permettre d'acheter, plus son stock augmentait. Les premiers stocks augmenteraient selon la rumeur selon laquelle CMGI pourrait les acheter; puis, une fois que CMGI les aurait acquis, son propre stock augmenterait parce qu'il en était propriétaire. Personne ne se souciait que CMGI ait perdu 127 millions de dollars sur ses opérations au cours du dernier exercice.

À Webster, dans le Massachusetts, à moins de 70 miles au sud-ouest du siège social de CMGI à Andover, se trouve le bureau principal de Commerce Group, Inc. CGI était tout ce que CMGI n'était pas: offrant une assurance automobile, principalement aux conducteurs du Massachusetts, c'était un stock froid dans une vieille industrie. Ses actions ont perdu 23% en 1999, bien que son bénéfice net, à 89 millions de dollars, n'ait fini que 7% en dessous du niveau de 1998. CGI a même versé un dividende de plus de 4% (CMGI n'en a versé aucun). Avec une valeur marchande totale de 870 millions de dollars, les actions de CGI se négociaient à moins de 10 fois ce que la société gagnerait pour 1999.

Et puis, tout à coup, tout s'est inversé. Le manège magique de l'argent magique de CMGI s'est arrêté brutalement: ses actions dot-com ont cessé de monter en prix, puis ont baissé directement. N'étant plus en mesure de les vendre à profit, CMGI a dû prendre leur perte de valeur comme un coup dur pour ses bénéfices. L'entreprise a perdu 1,4 milliard de dollars en 2000, 5,5 milliards de dollars en 2001 et près de 500 millions de dollars de plus en 2002. Son stock est passé de 163,22 $ au début de 2000 à 98 cents à la fin de 2002, soit une perte de 99,4%. Le vieux CGI ennuyeux, cependant, a continué à générer des revenus stables, et son stock a augmenté de 8,5% en 2000, 43,6% en 2001 et 2,7% en 2002, un gain cumulatif de 60%.

Paire 6: Ball et Stryker

Entre le 9 juillet et le 23 juillet 2002, les actions de Ball Corp. sont passées de 43,69 $ à 33,48 $, une perte de 24% qui a laissé à l'entreprise une valeur boursière de 1,9 milliard de dollars. Au cours des deux mêmes semaines, les actions de Stryker Corp. sont passées de 49,55 $ à 45,60 $, une baisse de 8% qui a laissé Strkyer évalué à un total de 9 milliards de dollars.

Qu'est-ce qui avait fait que ces deux sociétés valaient tellement moins en si peu de temps? Stryker, qui fabrique des implants orthopédiques et du matériel chirurgical, n'a publié qu'un seul communiqué de presse au cours de ces deux semaines. Le 16 juillet, Stryker a annoncé que ses ventes avaient augmenté de 15% pour atteindre 734 millions de dollars au deuxième trimestre, tandis que les bénéfices avaient bondi de 31% pour atteindre 86 millions de dollars. Le stock a augmenté de 7% le lendemain, puis a reculé à la baisse.

Ball, le fabricant d'origine des fameux «Ball Jars» utilisés pour la mise en conserve des fruits et légumes, fabrique désormais des emballages métalliques et plastiques pour les clients industriels. Ball n'a publié aucun communiqué de presse pendant ces deux semaines. Le 25 juillet, cependant, Ball a annoncé qu'elle avait gagné 50 millions de dollars sur des ventes de 1 milliard de dollars au deuxième trimestre, soit une augmentation de 61% du bénéfice net par rapport à la même période un an plus tôt. Cela a porté ses bénéfices au cours des quatre derniers trimestres à 152 millions de dollars, de sorte que l'action s'échangeait à seulement 12,5 fois les bénéfices de Ball. Et, avec une valeur comptable de 1,1 milliard de dollars, vous pouviez acheter le stock pour 1,7 fois ce que valaient les actifs corporels de l'entreprise. (Ball avait cependant un peu plus de 900 millions de dollars de dettes.)

Stryker faisait partie d'une ligue différente. Au cours des quatre derniers trimestres, la société a généré un bénéfice net de 301 millions de dollars. La valeur comptable de Stryker était de 570 millions de dollars. La société s'échangeait donc à un multiple de 30 fois ses bénéfices au cours des 12 derniers mois et près de 16 fois sa valeur comptable. D'un autre côté, de 1992 à la fin de 2001, les revenus de Stryker avaient augmenté de 18,6% par an; son dividende avait augmenté de près de 21% par an. Et en 2001, Stryker avait dépensé 142 millions de dollars en recherche et développement pour jeter les bases d'une croissance future.

Alors, qu'est-ce qui avait écrasé ces deux stocks? Entre le 9 juillet et le 23 juillet 2002, alors que WorldCom était au bord de la faillite, le Dow Jones

Industrial Average est tombé de 9096,09 à 7702,34, une baisse de 15,3%. Les bonnes nouvelles chez Ball and Stryker se sont perdues dans les mauvais titres et les marchés en baisse, qui ont emporté ces deux titres avec eux.

Bien que Ball ait fini par coûter beaucoup moins cher que Stryker, la leçon ici n'est pas que Ball était un vol et que Stryker était un terrain sauvage. Au lieu de cela, l'investisseur intelligent devrait reconnaître que les paniques du marché peuvent créer de grands prix pour les bonnes entreprises (comme Ball) et de bons prix pour les grandes entreprises (comme Stryker). Ball a terminé 2002 à 51,19 $ par action, en hausse de 53% par rapport à son creux de juillet; Stryker a terminé l'année à 67,12 $, en hausse de 47%. De temps en temps, les valeurs de valeur et de croissance sont mises en vente. Le choix que vous préférez dépend en grande partie de votre propre personnalité, mais vous pouvez faire de bonnes affaires de chaque côté de l'assiette.

Paire 7: Nortel et Nortek

Le rapport annuel de 1999 pour Nortel Networks, la société d'équipement de fibre optique, se vantait que c'était «une année d'or financièrement». En février 2000, à une valeur marchande de plus de 150 milliards de dollars, les actions de Nortel s'échangeaient à 87 fois les bénéfices Les analystes de Wall Street ont estimé que la société produirait en 2000.

Dans quelle mesure cette estimation était-elle crédible? Les débiteurs de Nortel - les ventes à des clients qui n'avaient pas encore payé la facture - avaient bondi d'un milliard de dollars en un an. La société a déclaré que cette augmentation "était due à l'augmentation des ventes au quatrième trimestre de 1999". Cependant, les stocks avaient également augmenté de 1,2 milliard de dollars, ce qui signifie que Nortel produisait du matériel encore plus rapidement que cette "augmentation des ventes" ne pouvait le décharger.

Parallèlement, les «créances à long terme» de Nortel - factures non encore payées pour des contrats pluriannuels - sont passées de 519 millions de dollars à 1,4 milliard de dollars. Et Nortel avait du mal à contrôler les coûts; ses frais de vente, généraux et administratifs (ou frais généraux) étaient passés de 17,6% des revenus en 1997 à 18,7% en 1999. Tout compte fait, Nortel avait perdu 351 millions de dollars en 1999.

Ensuite, il y avait Nortek, Inc., qui produit des choses à l'extrémité sombre du spectre glamour: revêtement en vinyle, carillons de porte, ventilateurs d'extraction, hottes de cuisinière, compacteurs de déchets. En

1999, Nortek a réalisé un chiffre d'affaires net de 49 millions de dollars sur 2 milliards de dollars, contre 21 millions de dollars de bénéfice net sur 1,1 milliard de ventes en 1997. La marge bénéficiaire de Nortek (bénéfice net en pourcentage des ventes nettes) avait augmenté de près d'un tiers par rapport à 1,9. % à 2,5%. Et Nortek avait réduit les frais généraux de 19,3% des revenus à 18,1%.

Pour être honnête, une grande partie de l'expansion de Nortek est venue de l'achat d'autres sociétés, pas de la croissance interne. De plus, Nortek avait une dette de 1 milliard de dollars, une lourde charge pour une petite entreprise. Mais, en février 2000, le cours de l'action de Nortek - environ cinq fois ses bénéfices en 1999 - comprenait une bonne dose de pessimisme.

D'un autre côté, le prix de Nortel - 87 fois l'estimation approximative de ce qu'il pourrait gagner au cours de l'année à venir - était une surdose massive d'optimisme. En fin de compte, au lieu de gagner les 1,30 $ par action que les analystes avaient prévu, Nortel a perdu 1,17 $ par action en 2000. Fin 2002, Nortel avait saigné plus de 36 milliards de dollars à l'encre rouge.

Nortek, en revanche, a gagné 41,6 millions de dollars en 2000, 8 millions de dollars en 2001 et 55 millions de dollars au cours des neuf premiers mois de 2002. Son stock est passé de 28 dollars par action à 45,75 dollars à la fin de 2002, soit une augmentation de 63%. En janvier 2003, les dirigeants de Nortek ont racheté la société, achetant toutes les actions des investisseurs publics à 46 $ par action. L'action de Nortel, quant à elle, est passée de 56,81 $ en février 2000 à 1,61 $ à la fin de 2002, soit une perte de 97%.

Paire 8: chapeau rouge et chaussure marron

Le 11 août 1999, Red Hat, Inc., développeur de logiciels Linux, a vendu pour la première fois des actions au public. Red Hat était chauffé au rouge; initialement offertes à 7 $, les actions ont été ouvertes à la négociation à 23 $ et clôturées à 26,031 $, soit un gain de 272%.[11] En une seule journée, le stock de Red Hat a augmenté plus que celui de Brown Shoe au cours des 18 années précédentes. Le 9 décembre, les actions de Red Hat atteignaient 143,13 $, en hausse de 1 944% en quatre mois.

Brown Shoe, quant à lui, avait ses lacets attachés ensemble. Fondée en 1878, l'entreprise vend en gros des chaussures Buster Brown et gère près de 1 300 magasins de chaussures aux États-Unis et au Canada. Les actions de Brown Shoe, à 17,50 $ par action le 11 août, sont tombées à 14,31 $ le 9

décembre. Pour toute l'année 1999, les actions de Brown Shoe ont perdu 17,6%.[12]

Outre un nom cool et un stock chaud, qu'ont obtenu les investisseurs de Red Hat? Au cours des neuf mois se terminant le 30 novembre, la société a généré 13 millions de dollars de revenus, sur lesquels elle a enregistré une perte nette de 9 millions de dollars.[13] L'entreprise de Red Hat était à peine plus grande qu'une épicerie fine au coin de la rue - et beaucoup moins lucrative. Mais les traders, enflammés par les mots «logiciel» et «Internet», ont fait grimper la valeur totale des actions de Red Hat à 21,3 milliards de dollars le 9 décembre.

Et Brown Shoe? Au cours des trois trimestres précédents, la société avait réalisé 1,2 milliard de dollars de ventes nettes et 32 millions de dollars de bénéfices. Brown Shoe avait près de 5 $ par action en espèces et en immobilier; les enfants achetaient encore des chaussures Buster Brown. Pourtant, ce 9 décembre, les actions de Brown Shoe avaient une valeur totale de 261 millions de dollars - à peine 1/80 de la taille de Red Hat, même si Brown Shoe avait 100 fois les revenus de Red Hat. À ce prix, Brown Shoe était évalué à 7,6 fois son bénéfice annuel et moins d'un quart de ses ventes annuelles. Red Hat, en revanche, n'a réalisé aucun bénéfice, alors que son stock se vendait plus de 1 000 fois ses ventes annuelles.

Red Hat, la société a continué à jaillir de l'encre rouge. Bientôt, le stock aussi. Brown Shoe, cependant, a retiré plus de bénéfices, tout comme ses actionnaires:

FIGURE 18-4 Chapeau rouge contre chaussure brune

Remarque: rendements totaux pour l'année civile; bénéfice net de l'exercice.
Source: www.morningstar.com

Qu'avons-nous appris? Le marché se moque des principes de Graham à court terme, mais ils sont toujours revalidés à la fin. Si vous achetez une

action uniquement parce que son *prix* a augmenté - au lieu de demander si la *valeur de* la société sous-jacente augmente -, tôt ou tard, vous serez extrêmement désolé. Ce n'est pas une probabilité. C'est une certitude.

Chapitre 19
Actionnaires et dirigeants: politique de dividende

E ver depuis 1934 , nous avons fait valoir dans nos écrits pour une attitude plus intelligente et énergique des actionnaires envers leurs dirigeants. Nous leur avons demandé d'adopter une attitude généreuse envers ceux qui font manifestement du bon travail. Nous leur avons également demandé d'exiger des explications claires et satisfaisantes lorsque les résultats semblent être pires qu'ils ne devraient l'être, et de soutenir les mouvements pour améliorer ou supprimer les gestions clairement improductives. Les actionnaires sont justifiés de poser des questions sur la compétence de la direction lorsque les résultats (1) sont insatisfaisants en eux-mêmes, (2) sont plus pauvres que ceux obtenus par d'autres sociétés qui semblent se situer dans une situation similaire, et (3) ont abouti à un marché insatisfaisant prix de longue durée.

Au cours des 36 dernières années, pratiquement rien n'a été accompli grâce à l'action intelligente de la grande masse des actionnaires. Un croisé sensé - s'il en existe un - considérerait cela comme un signe qu'il a perdu son temps et qu'il vaut mieux abandonner le combat. En l'occurrence, notre cause n'a pas été perdue; il a été sauvé par un développement étranger, connu sous le nom de rachats ou offres publiques d'achat.* Nous avons dit au chapitre 8 que les mauvaises gestions produisent des prix de marché médiocres. Les bas prix du marché, à leur tour, attirent l'attention des entreprises intéressées à diversifier leurs opérations - et elles sont maintenant légion. D'innombrables acquisitions ont été réalisées par accord avec les directions existantes, ou bien par accumulation d'actions sur le marché et par des offres faites au-dessus des dirigeants. L'offre de prix se situe généralement dans la fourchette de la valeur de l'entreprise sous une direction raisonnablement compétente. Par conséquent, dans de nombreux

cas, l'actionnaire public inerte a été renfloué par les actions d '«étrangers» - qui peuvent parfois être des individus ou des groupes entreprenants agissant de leur propre chef.

On peut dire en règle générale, à quelques exceptions près, que la mauvaise gestion n'est pas modifiée par l'action des «actionnaires publics», mais uniquement par l'affirmation du contrôle par un groupe individuel ou compact. Cela se produit assez souvent ces jours-ci pour avertir la direction, y compris le conseil d'administration, d'une société sous contrôle public typique que si ses résultats d'exploitation et le prix du marché qui en résulte sont très insatisfaisants, elle peut devenir la cible d'une prise de contrôle réussie. sur déplacer. En conséquence, les conseils d'administration sont probablement devenus plus conscients qu'auparavant de leur devoir fondamental de veiller à ce que leur entreprise dispose d'une direction satisfaisante. Beaucoup plus de changements de présidents ont été observés ces dernières années qu'auparavant.

Toutes les entreprises de la catégorie insatisfaisante n'ont pas bénéficié de ces développements. En outre, le changement s'est souvent produit après une longue période de mauvais résultats sans action corrective, et a dépendu de suffisamment d'actionnaires déçus se vendant à bas prix pour permettre aux étrangers énergiques d'acquérir une position de contrôle sur les actions. Mais l'idée que les actionnaires publics pourraient vraiment s'aider eux-mêmes en soutenant les initiatives visant à améliorer la gestion et les politiques de gestion s'est avérée trop ironique pour justifier davantage d'espace dans ce livre. Les actionnaires individuels qui ont suffisamment de courage pour se faire sentir lors des assemblées annuelles - généralement une performance complètement futile - n'auront pas besoin de nos conseils sur les points à soulever auprès des directions. Pour d'autres, les conseils seraient probablement perdus. Néanmoins, clôturons cette section par le plaidoyer que les actionnaires examinent avec un esprit ouvert et avec une attention particulière tout document de procuration qui leur est envoyé par des co-actionnaires qui souhaitent remédier à une situation de gestion manifestement insatisfaisante dans l'entreprise.

Actionnaires et politique de dividende

Dans le passé, la politique de dividende était un sujet de discussion assez fréquent entre les actionnaires publics ou «minoritaires» et les directions. En général, ces actionnaires souhaitaient des dividendes plus libéraux, tandis que les directions préféraient maintenir les bénéfices dans l'entreprise «pour renforcer la société». Ils ont demandé aux actionnaires

de sacrifier leurs intérêts actuels pour le bien de l'entreprise et pour leur propre avenir à long terme avantage. Mais ces dernières années, l'attitude des investisseurs à l'égard des dividendes a subi un changement progressif mais significatif. L'argument de base maintenant pour payer des dividendes modestes plutôt que libéraux n'est pas que l'entreprise «a besoin» de l'argent, mais plutôt qu'elle peut l'utiliser à l'avantage direct et immédiat des actionnaires en conservant les fonds pour une expansion rentable. Il y a des années, c'était généralement l'entreprise faible qui était plus ou moins obligée de conserver ses bénéfices, au lieu de verser les 60 à 75% habituels en dividendes. L'effet a presque toujours été défavorable au cours de bourse des actions. De nos jours, il est fort probable que ce soit une entreprise forte et en croissance qui, délibérément, maintienne ses versements de dividendes, avec l'approbation des investisseurs et des spéculateurs.[*]

Il y a toujours eu de solides arguments théoriques pour réinvestir les bénéfices dans l'entreprise où une telle rétention pouvait être invoquée pour produire une bonne augmentation des bénéfices. Mais il y avait plusieurs contre-arguments solides, tels que: Les bénéfices «appartiennent» aux actionnaires, et ils ont le droit de les faire payer dans les limites d'une gestion prudente; de nombreux actionnaires ont besoin de leur revenu de dividendes pour vivre; les bénéfices qu'ils reçoivent sous forme de dividendes sont de la «monnaie réelle», tandis que ceux conservés dans la société peuvent ou non apparaître ultérieurement comme des valeurs tangibles pour les actionnaires. Ces contre-arguments étaient si convaincants, en fait, que le marché boursier a montré un biais persistant en faveur des libéraux payeurs de dividendes par rapport aux sociétés qui n'ont versé aucun dividende ou des dividendes relativement modestes. [1]

Au cours des 20 dernières années, la théorie du «réinvestissement rentable» a gagné du terrain. Plus le passé de croissance est bon, plus les investisseurs et les spéculateurs sont prêts à accepter une politique de bas salaires. Cela est tellement vrai que, dans de nombreux cas de croissance favoris, le taux de dividende - ou même l'absence de tout dividende - semble n'avoir pratiquement aucun effet sur le prix du marché.[*]

Un exemple frappant de cette évolution se trouve dans l'histoire de Texas Instruments, Incorporated. Le prix de ses actions ordinaires est passé de 5 en 1953 à 256 en 1960, tandis que le bénéfice progressait de 43 cents à 3,91 $ par action et qu'aucun dividende d'aucune sorte n'était payé. (En 1962, des dividendes en espèces ont été instaurés, mais cette année-là, le bénéfice était tombé à 2,14 $ et le prix avait chuté de façon spectaculaire pour atteindre un creux de 49.)

Une autre illustration extrême est fournie par Superior Oil. En 1948 , la société a déclaré un bénéfice de 35,26 $ par action, payé 3 $ en dividendes, et vendus aussi haut que 235. En 1953 , le dividende a été ramené à 1 $, mais le prix élevé était 660. En 1957 , il a *versé aucun dividende du tout,* et vendu à 2000! Ce problème inhabituel est ensuite tombé à 795 en 1962, quand il a gagné 49,50 $ et payé 7,50 $. *

Le sentiment d'investissement est loin d'être cristallisé dans cette affaire de politique de dividende des entreprises en croissance. Les opinions contradictoires sont bien illustrées par les cas de deux de nos plus grandes sociétés - American Telephone & Telegraph et International Business Machines. American Tel. & Tél. est venu à être considéré comme un problème avec de bonnes possibilités de croissance, comme le montre le fait qu'en 1961, il a vendu à 25 fois les bénéfices de cette année. Néanmoins, la politique de dividende en espèces de la société est restée un investissement et une considération spéculative de première importance, sa cotation réagissant même aux *rumeurs* d'une augmentation imminente du taux de dividende. En revanche, il semble que peu d'attention ait été accordée au dividende en *espèces* d'IBM qui, en 1960, ne rapportait que 0,5% au prix élevé de l'année et 1,5% à la fin de 1970 (mais dans les deux cas, le fractionnement des actions ont agi comme une puissante influence boursière.)

L'évaluation par le marché de la politique de dividendes en espèces semble évoluer dans le sens suivant: lorsque l'accent n'est pas mis sur la croissance, l'action est classée comme une «question de revenu» et le taux de dividende conserve son importance de longue date en tant que principal déterminant du prix du marché. À l'autre extrême, les actions clairement reconnues comme appartenant à la catégorie à croissance rapide sont évaluées principalement en fonction du taux de croissance attendu au cours de la prochaine décennie, par exemple, et le taux de dividende en espèces est plus ou moins exclu du calcul.

Bien que la déclaration ci-dessus puisse décrire correctement les tendances actuelles, elle n'est en aucun cas un guide clair de la situation dans tous les stocks communs, et peut-être pas dans la majorité d'entre eux. D'une part, de nombreuses entreprises occupent une position intermédiaire entre les entreprises en croissance et les entreprises à faible croissance. Il est difficile de dire quelle importance doit être accordée au facteur de croissance dans de tels cas, et la vision du marché peut changer radicalement d'année en année. Deuxièmement, il semble exister quelque chose de paradoxal d'exiger que les sociétés affichant une croissance plus lente soient plus libérales avec leurs dividendes en espèces. Car ce sont

généralement les préoccupations les moins prospères, et dans le passé, plus l'entreprise était prospère, plus les attentes de paiements libéraux et croissants étaient grandes.

Nous pensons que les actionnaires devraient exiger de leur direction soit un versement normal des bénéfices - sur l'ordre, par exemple, des deux tiers - soit une démonstration claire que les bénéfices réinvestis ont produit une augmentation satisfaisante des bénéfices par action. . Une telle démonstration pourrait normalement être faite dans le cas d'une entreprise en croissance reconnue. Mais dans de nombreux autres cas, un faible versement est clairement à l'origine d'un prix de marché moyen inférieur à la juste valeur, et les actionnaires ont ici le droit de s'enquérir et probablement de se plaindre.

Une politique négligente a souvent été imposée à une entreprise parce que sa situation financière est relativement faible et qu'elle a eu besoin de la totalité ou de la plupart de ses revenus (plus les amortissements) pour payer ses dettes et renforcer son fonds de roulement. Dans ce cas, les actionnaires ne peuvent pas en dire grand-chose, sauf peut-être de critiquer la direction pour avoir permis à l'entreprise de se retrouver dans une situation financière aussi insatisfaisante. Cependant, des dividendes sont parfois détenus par des sociétés relativement peu chères dans le but déclaré de développer l'entreprise. Nous pensons qu'une telle politique est illogique à première vue et devrait exiger à la fois une explication complète et une défense convaincante avant que les actionnaires ne l'acceptent. Pour ce qui est du passé, il n'y a aucune raison de croire a priori que les propriétaires bénéficieront de mouvements d'expansion entrepris avec leur argent par une entreprise affichant des résultats médiocres et poursuivant son ancienne gestion.

Dividendes et fractionnements d'actions

Il est important que les investisseurs comprennent la différence essentielle entre un dividende en actions (proprement dit) et un fractionnement d'actions. Ce dernier représente un retraitement de la structure des actions ordinaires - dans un cas typique en émettant deux ou trois actions pour une. Les nouvelles actions ne sont pas liées à des bénéfices spécifiques réinvestis dans une période passée spécifique. Son objectif est d'établir un prix de marché inférieur pour les actions individuelles, probablement parce qu'une telle fourchette de prix inférieure serait plus acceptable pour les anciens et les nouveaux actionnaires. Un fractionnement des actions peut être effectué par ce que l'on peut appeler techniquement un dividende en actions, qui implique un transfert de

sommes du surplus gagné au compte de capital; ou bien par un changement de valeur nominale, qui n'affecte pas le compte de surplus.*

Ce que nous devrions appeler un *bon dividende en actions* est celui qui est versé aux actionnaires pour leur donner une preuve tangible ou une représentation des bénéfices *spécifiques* qui ont été réinvestis dans l'entreprise pour leur compte sur une période relativement courte dans le passé récent - disons, pas plus que les deux années précédentes. Il est maintenant approuvé de valoriser un tel dividende en actions à la valeur approximative au moment de la déclaration et de transférer un montant égal à cette valeur du surplus gagné aux comptes de capital. Ainsi, le montant d'un dividende en actions typique est relativement faible - dans la plupart des cas, pas plus de 5%. En substance, un dividende en actions de ce type a le même effet global que le paiement d'un montant équivalent de trésorerie sur les bénéfices lorsqu'il s'accompagne de la vente d'actions supplémentaires de même valeur totale aux actionnaires. Cependant, un dividende en actions simple a un avantage fiscal important par rapport à la combinaison par ailleurs équivalente de dividendes en espèces et de droits de souscription d'actions, ce qui est la pratique presque standard pour les sociétés d'utilité publique.

La Bourse de New York a fixé le chiffre de 25% comme une ligne de démarcation pratique entre les fractionnements d'actions et les dividendes en actions. Celles de 25% ou plus n'ont pas besoin d'être accompagnées du transfert de leur valeur marchande du surplus gagné au capital, etc.‡ Certaines sociétés, en particulier les banques, continuent de suivre l'ancienne pratique de déclarer tout type de dividende en actions qui leur plaît - par exemple, l'un des 10%, sans rapport avec les bénéfices récents - et ces cas entretiennent une confusion indésirable dans le monde financier.

Nous défendons depuis longtemps une politique systématique et clairement énoncée concernant le paiement des dividendes en espèces et en actions. En vertu d'une telle politique, des dividendes en actions sont versés périodiquement pour capitaliser tout ou partie des bénéfices réinvestis dans l'entreprise. Une telle politique - couvrant 100% des bénéfices réinvestis - a été suivie par Purex, Government Employees Insurance, et peut-être quelques autres.*

Les dividendes en actions de tous types semblent être désapprouvés par la plupart des auteurs universitaires sur le sujet. Ils insistent sur le fait qu'ils ne sont que des morceaux de papier, qu'ils ne donnent aux actionnaires rien qu'ils n'avaient pas auparavant, et qu'ils entraînent des dépenses et des inconvénients inutiles.‡ De notre côté, nous considérons

cela comme une vision complètement doctrinaire, qui ne prend pas en compte les réalités pratiques et psychologiques de l'investissement. Certes, un dividende en actions périodique - disons de 5% - ne change que la «forme» de l'investissement des propriétaires. Il possède 105 actions au lieu de 100; mais sans le dividende en actions, les 100 actions initiales auraient représenté le même intérêt de propriété désormais incorporé dans ses 105 actions. Néanmoins, le changement de forme est en fait pour lui une réelle importance et valeur. S'il souhaite encaisser sa part des bénéfices réinvestis, il peut le faire en vendant le nouveau certificat qui lui a été envoyé, au lieu de devoir rompre son certificat d'origine. Il peut compter sur le même taux de dividende en espèces sur 105 actions que précédemment sur ses 100 actions; une augmentation de 5% du taux de dividende en espèces sans le dividende en actions ne serait pas aussi probable.[*]

Les avantages d'une politique de dividendes en actions périodiques sont plus évidents lorsqu'ils sont comparés à la pratique habituelle des sociétés de services publics de verser des dividendes en espèces libéraux et de reprendre une bonne partie de cet argent aux actionnaires en leur vendant des actions supplémentaires (droits de souscription).[‡] Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, les actionnaires se retrouveraient exactement dans la même situation s'ils recevaient des dividendes en actions au lieu de la combinaison populaire de dividendes en espèces suivis de souscriptions d'actions - sauf qu'ils économiseraient l'impôt sur le revenu autrement payé sur les dividendes en espèces. Ceux qui ont besoin ou souhaitent le revenu de trésorerie annuel maximum, sans stock supplémentaire, peuvent obtenir ce résultat en vendant leurs dividendes en actions, de la même manière qu'ils vendent leurs droits de souscription dans la pratique actuelle.

Le montant total de l'impôt sur le revenu qui pourrait être économisé en substituant les dividendes en actions à la combinaison actuelle actions-dividendes plus droits de souscription est énorme. Nous demandons instamment que ce changement soit opéré par les services publics, malgré son effet négatif sur le Trésor américain, car nous sommes convaincus qu'il est totalement inéquitable d'imposer un deuxième impôt (personnel) sur le revenu sur les bénéfices qui ne sont pas réellement perçus par les actionnaires, puisque les entreprises récupèrent le même argent grâce à la vente d'actions.[*]

Les entreprises efficaces modernisent continuellement leurs installations, leurs produits, leur comptabilité, leurs programmes de formation en gestion, leurs relations avec les employés. Il est grand temps

qu'ils songent à moderniser leurs principales pratiques financières, dont la plus importante n'est pas leur politique de dividende.

Commentaire sur le chapitre 19

> Les contrevérités les plus dangereuses sont des vérités légèrement déformées.
>
> —*GC Lichtenberg*

Pourquoi Graham a-t-il jeté l'éponge?

Peut-être qu'aucune autre partie de *The Intelligent Investor* n'a été plus radicalement modifiée par Graham que cela. Dans la première édition, ce chapitre faisait partie d'une paire qui comptait ensemble près de 34 pages. Cette section originale («L'investisseur en tant que propriétaire d'entreprise») traitait des droits de vote des actionnaires, des moyens de juger de la qualité de la gestion d'entreprise et des techniques de détection des conflits d'intérêts entre initiés et investisseurs extérieurs. Cependant, dans sa dernière édition révisée, Graham avait réduit toute la discussion à moins de huit pages laconiques sur les dividendes.

Pourquoi Graham a-t-il coupé plus des trois quarts de son argumentation initiale? Après des décennies d'exhortation, il avait manifestement renoncé à espérer que les investisseurs s'intéresseraient jamais au comportement des dirigeants d'entreprise.

Mais la dernière épidémie de scandale - des allégations de mauvaise gestion, de comptabilité douteuse ou de manœuvres fiscales dans de grandes entreprises comme AOL, Enron, Global Crossing, Sprint, Tyco et WorldCom - est un rappel brutal que les avertissements précédents de Graham sur la nécessité d'une vigilance éternelle sont plus vitales que jamais. Ramenons-les et discutons-en à la lumière des événements d'aujourd'hui.

Théorie contre pratique

Graham commence sa discussion originale (1949) sur «L'investisseur en tant que propriétaire d'entreprise» en soulignant que, *en théorie,* «les actionnaires en tant que classe sont roi. Agissant en majorité, ils peuvent embaucher et licencier des gestions et les plier complètement à leur volonté. »Mais, *dans la pratique,* dit Graham,

les actionnaires sont un lavage complet. En tant que classe, ils ne montrent ni intelligence ni vigilance. Ils votent à la manière des moutons pour tout ce que la direction recommande et peu importe à quel point les réalisations de la direction peuvent être médiocres.... La seule façon d'inspirer l'actionnaire américain moyen à entreprendre toute action intelligente *indépendante* serait d'exploser un pétard sous lui.... Nous ne pouvons pas résister à souligner le fait paradoxal que Jésus semble avoir été un homme d'affaires plus pratique que les actionnaires américains.[1]

Graham veut que vous réalisiez quelque chose de basique mais incroyablement profond: lorsque vous achetez un stock, vous devenez propriétaire de l'entreprise. Ses managers, jusqu'au CEO, travaillent pour vous. Son conseil d'administration doit vous répondre. Son argent vous appartient. Ses commerces sont votre propriété. Si vous n'aimez pas la façon dont votre entreprise est gérée, vous avez le droit d'exiger le licenciement des dirigeants, le changement des administrateurs ou la vente de la propriété. «Les actionnaires», déclare Graham, «devraient se réveiller.»[2]

Le propriétaire intelligent

Les investisseurs d'aujourd'hui ont oublié le message de Graham. Ils consacrent la majeure partie de leurs efforts à acheter un titre, un peu à le vendre, mais aucun à le posséder. «Certes, nous rappelle Graham, il y a autant de raisons d'être prudent et de juger en *étant* qu'en *devenant* actionnaire.»[3]

Alors, comment devriez-vous, en tant qu'investisseur intelligent, devenir un propriétaire intelligent? Graham commence par nous dire «qu'il n'y a que deux questions fondamentales sur lesquelles les actionnaires devraient porter leur attention:

1. La gestion est-elle raisonnablement efficace?

2. Les intérêts de l' actionnaire *externe* moyen reçoivent-ils une reconnaissance appropriée? »[4]

Vous devez juger de l'efficacité de la gestion en comparant la rentabilité, la taille et la compétitivité de chaque entreprise avec des entreprises similaires dans son secteur. Et si vous concluez que les gestionnaires ne sont pas bons? Ensuite, exhorte Graham,

Quelques-uns des actionnaires les plus importants devraient être convaincus qu'un changement est nécessaire et devraient être disposés à travailler dans ce sens. Deuxièmement, le rang et le dossier des actionnaires devraient être suffisamment ouverts d'esprit pour lire les documents de procuration et pour peser les arguments des deux côtés. Ils doivent au moins être en mesure de savoir quand leur entreprise a échoué et être prêts à exiger plus que des platitudes astucieuses comme justification de la direction en place. Troisièmement, il serait très utile, lorsque les chiffres montrent clairement que les résultats sont bien inférieurs à la moyenne, s'il était de coutume de faire appel à des ingénieurs commerciaux externes pour transmettre les politiques et les compétences de la direction.[5]

ENRON END-RUN

En 1999, Enron Corp. se classait septième sur la liste *Fortune* 500 des meilleures entreprises américaines. Les revenus, les actifs et les bénéfices du géant de l'énergie augmentaient tous comme des fusées.

Mais que se passerait-il si un investisseur avait ignoré les chiffres glamour et scintillants - et avait simplement placé la procuration d'Enron de 1999 sous le microscope du bon sens? Sous la rubrique «Certaines transactions», le mandataire a révélé que le directeur financier d'Enron, Andrew Fastow, était le «membre directeur» de deux partenariats, LJM1 et LJM2, qui ont acheté des «investissements liés à l'énergie et aux communications». Et où se trouvaient LJM1 et LJM2 acheter chez? Pourquoi, ailleurs qu'Enron! Le mandataire a indiqué que les partenariats avaient déjà acheté 170 millions de dollars d'actifs à Enron, parfois en utilisant de l'argent emprunté à Enron.

L'investisseur intelligent aurait immédiatement demandé:

- Les administrateurs d'Enron ont-ils approuvé cet arrangement? (Oui, a déclaré le mandataire.)
- Fastow obtiendrait-il un morceau des bénéfices de LJM? (Oui, a déclaré le mandataire.)

- En tant que directeur financier d'Enron, Fastow était-il obligé d'agir exclusivement dans l'intérêt des actionnaires d'Enron? (Bien sûr.)

- Fastow était-il donc tenu de maximiser le prix qu'Enron a obtenu pour tous les actifs qu'il a vendus? (Absolument.)

- Mais si LJM payait un prix élevé pour les actifs d'Enron, cela réduirait-il les bénéfices potentiels de LJM et les revenus personnels de Fastow? (Clairement.)

- D'un autre côté, si LJM payait un prix bas, cela augmenterait-il les bénéfices de Fastow et de ses partenariats, mais nuirait-il aux revenus d'Enron? (Clairement.)

- Enron devrait-il prêter aux partenaires de Fastow de l'argent pour acheter des actifs à Enron qui pourraient générer un profit personnel pour Fastow? (Tu peux répéter s'il te plait?!)

- Tout cela ne constitue-t-il pas des conflits d'intérêts profondément inquiétants? (Aucune autre réponse n'est même possible.)

- Que dit cet arrangement au sujet du jugement des administrateurs qui l'ont approuvé? (Il dit que vous devriez emporter votre investissement ailleurs.)

Deux leçons claires se dégagent de cette catastrophe: ne creusez jamais si profondément dans les chiffres que vous vérifiez votre bon sens à la porte, et lisez toujours la procuration avant (et après) d'acheter une action.

Qu'est-ce que le «matériel par procuration» et pourquoi Graham insiste-t-il pour que vous le lisiez? Dans sa procuration, qu'elle envoie à chaque actionnaire, une société annonce l'ordre du jour de son assemblée annuelle et divulgue les détails de la rémunération et de l'actionnariat des dirigeants et administrateurs, ainsi que les transactions entre les initiés et la société. Les actionnaires sont invités à voter sur le cabinet comptable qui doit auditer les livres et qui devrait siéger au conseil d'administration. Si vous utilisez votre bon sens lors de la lecture du proxy, ce document peut être comme un canari dans une mine de charbon - un système d'alerte précoce signalant que quelque chose ne va pas. (Voir l'encadré Enron ci-dessus.)

Pourtant, en moyenne, entre un tiers et la moitié de tous les investisseurs individuels ne peuvent pas être dérangés pour voter leurs procurations.[6] Les lisent-ils même?

Comprendre et voter votre mandataire est tout aussi fondamental pour être un investisseur intelligent que suivre les nouvelles et voter selon votre conscience, c'est être un bon citoyen. Peu importe que vous déteniez 10% d'une entreprise ou, avec vos 100 actions bidons, seulement 1/10 000 de 1%. Si vous n'avez jamais lu le proxy d'une action que vous possédez et que l'entreprise fait faillite, la seule personne à blâmer est vous-même. Si vous lisez le proxy et voyez des choses qui vous dérangent, alors:

- voter contre chaque administrateur pour leur faire savoir que vous désapprouvez
- assister à l'assemblée annuelle et défendre vos droits
- trouver un babillard électronique en ligne consacré à l'action (comme ceux sur http://finance.yahoo.com) et rallier d'autres investisseurs pour rejoindre votre cause.

Graham avait une autre idée qui pourrait profiter aux investisseurs d'aujourd'hui:

... Il y a des avantages à gagner en sélectionnant un ou plusieurs administrateurs professionnels et indépendants. Ceux-ci devraient être des hommes ayant une vaste expérience des affaires et capables de porter un regard neuf et expert sur les problèmes de l'entreprise.... Ils doivent soumettre un rapport annuel séparé, adressé directement aux actionnaires et contenant leur point de vue sur la question majeure qui concerne les propriétaires de l'entreprise: «L'entreprise montre-t-elle les résultats attendus de l'actionnaire externe qui pourraient être attendus de lui sous une bonne gestion? Sinon, pourquoi - et que faut-il faire?[sept]

On ne peut qu'imaginer la consternation que la proposition de Graham provoquerait parmi les copains d'entreprise et les copains de golf qui constituent autant d'administrateurs «indépendants» d'aujourd'hui. (Ne suggérons pas que cela pourrait faire frissonner la peur, car la plupart des administrateurs indépendants ne semblent pas avoir de colonne vertébrale.)

À qui appartient l'argent, de toute façon?

Examinons maintenant le deuxième critère de Graham, à savoir si la direction agit dans le meilleur intérêt des investisseurs extérieurs. Les managers ont toujours dit aux actionnaires qu'ils - les managers - savent mieux quoi faire avec l'argent de l'entreprise. Graham a vu à travers ce malarkey managérial:

La direction d'une entreprise peut bien gérer l'entreprise et ne pas donner aux actionnaires externes les bons résultats pour eux, car son efficacité se limite aux opérations et ne s'étend pas à la meilleure utilisation du capital. L'objectif d'un *fonctionnement* efficace est de produire à moindre coût et de trouver les articles les plus rentables à vendre. Un *financement* efficace nécessite que l'argent des actionnaires fonctionne sous les formes les plus adaptées à leurs intérêts. C'est une question à laquelle la direction, en tant que telle, s'intéresse peu. En fait, il veut presque toujours autant de capitaux des propriétaires que possible, afin de minimiser ses propres problèmes financiers. Ainsi, la gestion typique fonctionnera avec plus de capital que nécessaire, si les actionnaires le permettent - ce qu'ils font souvent.[8]

À la fin des années 1990 et au début des années 2000, les directions des plus grandes sociétés technologiques ont poussé cette attitude «papa-sait-le mieux» vers de nouveaux extrêmes. L'argument était le suivant: pourquoi devriez-vous exiger un dividende alors que nous pouvons investir cet argent pour vous et le transformer en un cours de bourse en hausse? Regardez simplement la façon dont notre stock a augmenté - cela ne prouve-t-il pas que nous pouvons transformer vos sous en dollars mieux que vous?

Incroyablement, les investisseurs ont craqué pour le crochet, la ligne et le plomb. Daddy Knows Best est devenu un tel gospel que, en 1999, seulement 3,7% des sociétés qui avaient vendu leurs actions au public cette année-là ont payé un dividende, contre une moyenne de 72,1% de toutes les introductions en bourse dans les années 1960.[9] Il suffit de voir comment le pourcentage de sociétés qui versent des dividendes (indiqué dans la zone sombre) s'est estompé:

FIGURE 19-1

Qui paie les dividendes?

Source: Eugene Fama et Kenneth French, «Disappearing Dividends», Journal of Financial Economics, *avril 2001.*

Mais papa sait mieux n'était rien d'autre qu'une couchette. Alors que certaines entreprises ont utilisé leur argent à bon escient, beaucoup d'autres sont tombées dans deux autres catégories: celles qui l'ont simplement gaspillé et celles qui l'ont empilé bien plus vite qu'elles ne le pourraient.

Dans le premier groupe, Priceline.com a amorti 67 millions de dollars de pertes en 2000 après avoir lancé des entreprises loufoques dans l'épicerie et l'essence, tandis qu'Amazon.com a détruit au moins 233 millions de dollars de la richesse de ses actionnaires en «investissant» dans des bombes à points comme Webvan et Ashford.com.[10] Et les deux pertes les plus importantes enregistrées à ce jour - 56 milliards de dollars de JDS Uniphase en 2001 et 99 milliards de dollars d'AOL Time Warner en 2002 - sont survenues après que les entreprises aient choisi de ne pas verser de dividendes mais de fusionner avec d'autres sociétés à un moment où leurs actions étaient obscurément surévaluées.[11]

Dans le deuxième groupe, considérons qu'à la fin de 2001, Oracle Corp. avait accumulé 5 milliards de dollars en espèces. Cisco Systems avait amassé au moins 7,5 milliards de dollars. Microsoft avait amassé une montagne de liquidités de 38,2 milliards de dollars et augmentait en moyenne de plus de 2 millions de dollars *par heure.* [12] Quel temps pluvieux attendait Bill Gates de toute façon?

Ainsi, les preuves anecdotiques montrent clairement que de nombreuses entreprises ne savent pas comment transformer l'excédent de trésorerie en rendements supplémentaires. Que nous apprennent les preuves statistiques?

- Les recherches effectuées par les gestionnaires de fonds Robert Arnott et Clifford Asness ont révélé que lorsque les dividendes actuels sont faibles, les bénéfices futurs des sociétés s'avèrent également faibles. Et lorsque les dividendes actuels sont élevés, les bénéfices futurs le sont aussi. Sur une période de 10 ans, le taux moyen de croissance des bénéfices a été de 3,9 points supérieur lorsque les dividendes étaient élevés que lorsqu'ils étaient faibles.[13]

- Les professeurs de comptabilité de Columbia, Doron Nissim et Amir Ziv, ont constaté que les sociétés qui augmentent leur dividende ont non seulement de meilleurs rendements boursiers, mais que «les augmentations de dividendes sont associées à une rentabilité future [plus élevée] pendant au moins quatre ans après le changement de dividende».[14]

En bref, la plupart des gestionnaires se trompent lorsqu'ils disent qu'ils peuvent mieux utiliser votre argent que vous. Le versement d'un dividende ne garantit pas d'excellents résultats, mais il *améliore* le retour du stock typique en tirant au moins un peu d'argent des mains des gestionnaires avant qu'ils ne puissent le dilapider ou le faire disparaître.

Vendre bas, acheter haut

Qu'en est-il de l'argument selon lequel les entreprises peuvent mieux utiliser les liquidités disponibles en rachetant leurs propres actions? Lorsqu'une entreprise rachète une partie de ses actions, cela réduit le nombre de ses actions en circulation. Même si son bénéfice net reste stable, le bénéfice par action de la société augmentera, car son bénéfice total sera réparti sur moins d'actions. Cela devrait à son tour faire grimper le cours de l'action. Mieux encore, contrairement à un dividende, un rachat est exonéré d'impôt pour les investisseurs qui ne vendent pas leurs actions.[15] Ainsi, il augmente la valeur de leur stock sans augmenter leur facture fiscale. Et si les actions sont bon marché, alors dépenser de l'argent de rechange pour les racheter est une excellente utilisation du capital de l'entreprise.[16]

Tout cela est vrai en théorie. Malheureusement, dans le monde réel, les rachats d'actions ont atteint un objectif qui ne peut être décrit que comme sinistre. Maintenant que les octrois d'options d'achat d'actions sont

devenus une partie si importante de la rémunération des dirigeants, de nombreuses entreprises, en particulier dans les secteurs de haute technologie, doivent émettre des centaines de millions d'actions à remettre aux gestionnaires qui exercent ces options d'achat d'actions.[17] Mais cela augmenterait le nombre d'actions en circulation et réduirait le bénéfice par action. Pour contrer cette dilution, les sociétés doivent faire demi-tour et racheter des millions d'actions sur le marché libre. En 2000, les entreprises dépensaient 41,8% de leur revenu net total pour racheter leurs propres actions, contre 4,8% en 1980.[18]

Regardons Oracle Corp., le géant du logiciel. Entre le 1er juin 1999 et le 31 mai 2000, Oracle a émis 101 millions d'actions ordinaires à ses cadres supérieurs et 26 autres millions aux employés pour un coût de 484 millions de dollars. Pendant ce temps, pour empêcher l'exercice d'options d'achat d'actions antérieures de diluer son bénéfice par action, Oracle a dépensé 5,3 milliards de dollars, *soit 52% de ses revenus totaux cette année,* pour racheter 290,7 millions d'actions. Oracle a émis le stock à des initiés à un prix moyen de 3,53 $ par action et l'a racheté à un prix moyen de 18,26 $. Vendre bas, acheter haut: est-ce un moyen de «rehausser» la valeur actionnariale?[19]

En 2002, le stock d'Oracle était tombé à moins de la moitié de son sommet de 2000. Maintenant que ses actions étaient moins chères, Oracle s'est-il empressé de racheter plus de stock? Entre le 1er juin 2001 et le 31 mai 2002, Oracle a *ramené* ses rachats à 2,8 milliards de dollars, apparemment parce que ses dirigeants et ses employés ont exercé moins d'options cette année-là. Le même modèle de vente à bas prix d'achat est évident dans des dizaines d'autres sociétés technologiques.

Que se passe t-il ici? Deux facteurs surprenants sont à l'œuvre:

- Les entreprises bénéficient d'un allégement fiscal lorsque les dirigeants et les employés exercent des options d'achat d'actions (que l'IRS considère comme une «charge de rémunération» pour l'entreprise).[20] Au cours de ses exercices de 2000 à 2002, par exemple, Oracle a récolté 1,69 milliard de dollars en avantages fiscaux, les initiés ayant encaissé des options. Sprint Corp. a empoché 678 millions de dollars en avantages fiscaux alors que ses dirigeants et ses employés ont bloqué 1,9 milliard de dollars de bénéfices sur options en 1999 et 2000.

- Un haut dirigeant fortement rémunéré par des options d'achat d'actions a tout intérêt à favoriser les rachats d'actions par rapport aux dividendes. Pourquoi? Pour des raisons techniques, les options

augmentent en valeur à mesure que les fluctuations de prix d'une action deviennent plus extrêmes. Mais les dividendes atténuent la volatilité du cours d'une action. Ainsi, si les gérants augmentaient le dividende, ils diminueraient la valeur de leurs propres stock-options.[21]

Il n'est pas étonnant que les PDG préfèrent de loin racheter des actions plutôt que de verser des dividendes, quelle que soit la surévaluation des actions ou à quel point cela risque de gaspiller les ressources des actionnaires externes.

Garder leurs options ouvertes

Enfin, les investisseurs somnolents ont laissé libre cours à leurs entreprises pour sur-rémunérer les dirigeants d'une manière tout simplement déraisonnable. En 1997, Steve Jobs, cofondateur d'Apple Computer Inc., est retourné dans l'entreprise en tant que directeur général «intérimaire». Déjà un homme riche, Jobs a insisté pour prendre un salaire en espèces de 1 $ par an. À la fin de 1999, pour remercier Jobs d'avoir occupé le poste de PDG «au cours des deux années et demie précédentes sans rémunération», le conseil lui a présenté son propre jet Gulfstream, au prix de 90 millions de dollars pour la société. Le mois suivant, Jobs a accepté de retirer «intérimaire» de son titre d'emploi, et le conseil d'administration l'a récompensé avec des options sur 20 millions d'actions. (Jusque-là, Jobs avait détenu un grand total de deux actions Apple.)

Le principe de ces attributions d'options est d'aligner les intérêts des gestionnaires avec les investisseurs extérieurs. Si vous êtes un actionnaire externe d'Apple, vous souhaitez que ses dirigeants soient récompensés uniquement si les actions d'Apple génèrent des rendements supérieurs. Rien d'autre ne pourrait être juste envers vous et les autres propriétaires de l'entreprise. Mais, comme le souligne John Bogle, ancien président des fonds Vanguard, presque tous les gestionnaires *vendent* les actions qu'ils reçoivent immédiatement après avoir exercé leurs options. Comment le dumping de millions d'actions pour un profit instantané pourrait-il aligner leurs intérêts sur ceux des fidèles actionnaires à long terme de l'entreprise?

Dans le cas de Jobs, si l'action Apple augmente de seulement 5% par an jusqu'au début de 2010, il pourra encaisser ses options pour 548,3 millions de dollars. En d'autres termes, même si les actions d'Apple ne gagnent pas mieux que la moitié du rendement moyen à long terme de l'ensemble du marché boursier, Jobs obtiendra une manne d'un demi-milliard de

dollars.[22] Est-ce que cela aligne ses intérêts sur ceux des actionnaires d'Apple - ou ternit la confiance que les actionnaires d'Apple ont placée dans le conseil d'administration?

En lisant les déclarations de procuration avec vigilance, le propriétaire intelligent votera contre tout plan de rémunération des dirigeants qui utilise des octrois d'options pour remettre plus de 3% des actions de la société en circulation aux gestionnaires. Et vous devriez opposer votre veto à tout plan qui ne subordonne pas les octrois d'options à une mesure juste et durable de résultats supérieurs - disons, surclassant le stock moyen dans la même industrie pendant une période d'au moins cinq ans. Aucun PDG ne mérite de s'enrichir s'il a produit de mauvais résultats pour vous.

Une pensée finale

Revenons à la suggestion de Graham selon laquelle les membres indépendants du conseil d'administration de chaque entreprise devraient faire rapport par écrit aux actionnaires pour savoir si l'entreprise est correctement gérée au nom de ses véritables propriétaires. Et si les administrateurs indépendants devaient également justifier les politiques de l'entreprise en matière de dividendes et de rachats d'actions? Et s'ils devaient décrire exactement comment ils ont déterminé que la haute direction de l'entreprise n'était pas surpayée? Et si chaque investisseur devenait un propriétaire intelligent et lisait réellement ce rapport?

Chapitre 20
«Marge de sécurité» comme concept central d'investissement

Dans la vieille légende, les sages ont finalement résumé l'histoire des affaires mortelles en une seule phrase: «Cela aussi passera».* Confrontés à un défi similaire de distiller le secret d'un investissement solide en trois mots, nous nous aventurons avec la devise MARGE DE LA SÉCURITÉ. C'est le fil conducteur qui traverse toutes les discussions précédentes sur la politique d'investissement - souvent de manière explicite, parfois de

manière moins directe. Essayons maintenant, brièvement, de retracer cette idée dans un argument connexe.

Tous les investisseurs expérimentés reconnaissent que le concept de marge de sécurité est essentiel au choix d'obligations saines et d'actions privilégiées. Par exemple, un chemin de fer aurait dû gagner ses charges fixes totales mieux que cinq fois (avant impôt sur le revenu), en prenant une période de plusieurs années, pour que ses obligations soient considérées comme des émissions de première qualité. Cette capacité *passée* à gagner au-delà des intérêts requis constitue la marge de sécurité sur laquelle on compte pour protéger l'investisseur contre la perte ou la déconfiture en cas de baisse *future* du résultat net. (La marge au-dessus des frais peut être exprimée d'autres manières - par exemple, dans le pourcentage par lequel les revenus ou les bénéfices peuvent diminuer avant que le solde après la disparition des intérêts - mais l'idée sous-jacente reste la même.)

L'investisseur obligataire ne s'attend pas à ce que les gains moyens futurs fonctionnent de la même manière que par le passé; s'il en était sûr, la marge demandée pourrait être faible. Il ne se fonde pas non plus dans une mesure déterminante sur son jugement quant à savoir si les gains futurs seront sensiblement meilleurs ou plus pauvres que par le passé, s'il le faisait, il devrait mesurer sa marge en termes d'un compte de revenu soigneusement *projeté* , au lieu de mettant l'accent sur la marge indiquée dans le dossier précédent. Ici, la fonction de la marge de sécurité est, par essence, celle de rendre inutile une estimation précise de l'avenir. Si la marge est importante, il suffit de supposer que les bénéfices futurs ne tomberont pas bien en deçà de ceux du passé pour qu'un investisseur se sente suffisamment protégé contre les vicissitudes du temps.

La marge de sécurité des obligations peut être calculée, alternativement, en comparant la valeur totale de l'entreprise avec le montant de la dette. (Un calcul similaire peut être effectué pour une émission d'actions privilégiées.) Si l'entreprise doit 10 millions de dollars et vaut assez 30 millions de dollars, il est possible de réduire la valeur des deux tiers - du moins en théorie - avant que les obligataires ne souffrent perte. Le montant de cette valeur supplémentaire, ou «coussin», au-dessus de la dette peut être estimé en utilisant le prix moyen du marché des émissions d'actions juniors sur une période de plusieurs années. Étant donné que les cours moyens des actions sont généralement liés au pouvoir de gain moyen, la marge de la «valeur d'entreprise» sur la dette et la marge des bénéfices sur les charges donneront dans la plupart des cas des résultats similaires.

Voilà pour le concept de marge de sécurité appliqué aux «investissements à valeur fixe». Peut-il être reporté dans le domaine des actions ordinaires? Oui, mais avec quelques modifications nécessaires.

Il y a des cas où une action ordinaire peut être considérée comme saine parce qu'elle jouit d'une marge de sécurité aussi grande que celle d'une bonne obligation. Cela se produira, par exemple, lorsqu'une entreprise n'a en circulation que des actions ordinaires qui, dans des conditions de dépression, se vendent moins que le montant des obligations qui pourraient être émises en toute sécurité contre sa propriété et sa capacité de gain.* Telle était la position d'une multitude d'entreprises industrielles fortement financées aux bas prix de 1932-1933. Dans de tels cas, l'investisseur peut obtenir la marge de sécurité associée à une obligation, *ainsi que* toutes les chances de revenu plus élevé et d'appréciation du capital inhérentes à une action ordinaire. (La seule chose qui lui manque est le pouvoir légal d'insister sur le paiement des dividendes «ou bien», mais c'est un petit inconvénient par rapport à ses avantages.) Les actions ordinaires achetées dans de telles circonstances fourniront une combinaison idéale, quoique peu fréquente, de sécurité et opportunité de profit. Comme exemple assez récent de cette condition, mentionnons une fois de plus l'action National Presto Industries, qui s'est vendue pour une valeur d'entreprise totale de 43 millions de dollars en 1972. Avec ses 16 millions de bénéfices récents avant impôts, la société aurait facilement pu supporter ce montant de obligations.

Dans les actions ordinaires ordinaires, achetées pour l'investissement dans des conditions normales, la marge de sécurité réside dans un pouvoir de gain escompté nettement supérieur au taux en vigueur pour les obligations. Dans les éditions précédentes, nous avons élucidé ce point avec les chiffres suivants:

Supposons dans un cas typique que le pouvoir de gain soit de 9% sur le prix et que le taux obligataire soit de 4%; alors le stockbuyer disposera d'une marge annuelle moyenne de 5% en sa faveur. Une partie de l'excédent lui est versée sous forme de dividende; même s'il est dépensé par lui, il entre dans son résultat d'investissement global. Le solde non distribué est réinvesti dans l'entreprise pour son compte. Dans de nombreux cas, ces bénéfices réinvestis ne parviennent pas à augmenter proportionnellement la capacité de gain et la valeur de son stock. (C'est pourquoi le marché a l'habitude obstinée de valoriser les bénéfices versés en dividendes plus généreusement que la part conservée dans l'entreprise.)* Mais, si le tableau est considéré dans son ensemble, il existe un lien raisonnablement étroit

entre la croissance des excédents des entreprises grâce aux bénéfices réinvestis et la croissance des valeurs des entreprises.

Sur une période de dix ans, l'excédent typique du pouvoir de gain d'actions sur les intérêts des obligations peut totaliser 50% du prix payé. Ce chiffre est suffisant pour fournir une marge de sécurité très réelle qui, dans des conditions favorables, permettra d'éviter ou de minimiser une perte. Si une telle marge est présente dans chacune d'une liste diversifiée de vingt titres ou plus, la probabilité d'un résultat favorable dans des «conditions assez normales» devient très grande. C'est pourquoi la politique d'investissement dans des actions ordinaires représentatives ne nécessite pas de grandes qualités de perspicacité et de prévoyance pour réussir. Si les achats sont effectués au niveau moyen du marché sur une période de plusieurs années, les prix payés devraient emporter avec eux l'assurance d'une marge de sécurité adéquate. Le danger pour les investisseurs réside dans la concentration de leurs achats dans les niveaux supérieurs du marché, ou dans l'achat d'actions ordinaires non représentatives qui comportent un risque plus élevé que la moyenne de diminution de la capacité de gain.

Comme nous le voyons, tout le problème de l'investissement en actions ordinaires dans les conditions de 1972 réside dans le fait que «dans un cas typique», le pouvoir de gain est désormais bien inférieur à 9% sur le prix payé.* Supposons qu'en se concentrant quelque peu sur les problèmes de faible multiplicateur parmi les grandes entreprises, un investisseur défensif puisse désormais acquérir des actions à 12 fois ses bénéfices récents, c'est-à-dire avec un rendement des bénéfices de 8,33% sur le coût. Il peut obtenir un rendement de dividende d'environ 4% et il aura 4,33% de son coût réinvesti dans l'entreprise pour son compte. Sur cette base, l'excédent du pouvoir de gain des actions sur les intérêts des obligations sur dix ans serait encore trop faible pour constituer une marge de sécurité adéquate. Pour cette raison, nous pensons qu'il existe actuellement des risques réels, même dans une liste diversifiée d'actions ordinaires solides. Les risques peuvent être entièrement compensés par les possibilités de profit de la liste; et en effet, l'investisseur peut n'avoir d'autre choix que de les encourir, car sinon il courrait un risque encore plus grand de ne détenir que des créances fixes payables en dollars à dépréciation constante. Néanmoins, l'investisseur ferait bien de reconnaître, et d'accepter aussi philosophiquement que possible, que l'ancien ensemble de *bonnes possibilités de profit combiné à un faible risque ultime* ne lui est plus accessible.*

Cependant, le risque de payer un prix trop élevé pour des actions de bonne qualité - même s'il est réel - n'est pas le principal danger auquel est confronté l'acheteur moyen de titres. L'observation depuis de nombreuses années nous a appris que les principales pertes pour les investisseurs proviennent de l'achat de titres de *faible qualité* en période de conjoncture favorable. Les acheteurs considèrent les bons revenus actuels comme équivalents à la «capacité de gain» et supposent que la prospérité est synonyme de sécurité. C'est au cours de ces années que les obligations et les actions privilégiées de qualité inférieure peuvent être vendues au public à un prix proche du pair, car elles génèrent un revenu un peu plus élevé ou un privilège de conversion trompeusement attrayant. C'est alors aussi que les actions ordinaires de sociétés obscures peuvent être mises en circulation à des prix bien supérieurs à l'investissement tangible, sur la base de deux ou trois années d'excellente croissance.

Ces titres n'offrent pas une marge de sécurité adéquate au sens admissible du terme. La couverture des intérêts débiteurs et des dividendes privilégiés doit être testée sur un certain nombre d'années, y compris de préférence une période d'activité anormale comme en 1970-1971. Il en va normalement de même pour les bénéfices des actions ordinaires s'ils doivent être considérés comme des indicateurs de la capacité de gain. Il s'ensuit donc que la plupart des investissements par beau temps, acquis à des prix par beau temps, sont destinés à subir des baisses de prix inquiétantes lorsque l'horizon se couvre - et souvent plus tôt que cela. L'investisseur ne peut pas non plus compter avec confiance sur une éventuelle reprise - bien que cela se produise dans une certaine proportion des cas - car il n'a jamais eu de réelle marge de sécurité pour le maîtriser dans l'adversité.

La philosophie d'investissement dans les actions de croissance est en partie et en partie contraire au principe de la marge de sécurité. L'acheteur d'actions de croissance s'appuie sur une capacité de gain attendue supérieure à la moyenne indiquée dans le passé. On peut donc dire qu'il a substitué ces gains attendus au record passé dans le calcul de sa marge de sécurité. Dans la théorie de l'investissement, il n'y a aucune raison pour que les bénéfices futurs soigneusement estimés soient un guide moins fiable que le simple bilan du passé; en fait, l'analyse de la sécurité vient de plus en plus privilégier une évaluation de l'avenir réalisée avec compétence. Ainsi, l'approche du stock de croissance peut fournir une marge de sécurité aussi fiable que celle trouvée dans l'investissement ordinaire - à condition que le calcul de l'avenir soit fait de manière prudente et à condition qu'il montre une marge satisfaisante par rapport au prix payé.

Le danger d'un programme d'actions de croissance réside précisément ici. Pour ces émissions privilégiées, le marché a tendance à fixer des prix qui ne seront pas suffisamment protégés par une projection *prudente* des bénéfices futurs. (C'est une règle de base de l'investissement prudent que toutes les estimations, lorsqu'elles diffèrent des performances passées, doivent se tromper au moins légèrement du côté de la sous-estimation.) La marge de sécurité dépend toujours du prix payé. Il sera grand à un prix, petit à un prix plus élevé, inexistant à un prix encore plus élevé. Si, comme nous le suggérons, le niveau moyen du marché de la plupart des actions de croissance est trop élevé pour offrir une marge de sécurité adéquate à l'acheteur, alors une technique simple d'achat diversifié dans ce domaine peut ne pas fonctionner de manière satisfaisante. Un degré particulier de prévoyance et de jugement sera nécessaire, afin que des sélections individuelles judicieuses puissent surmonter les risques inhérents au niveau habituel du marché de ces questions dans leur ensemble.

L'idée de marge de sécurité devient beaucoup plus évidente lorsque nous l'appliquons au domaine des titres sous-évalués ou négociables. Nous avons ici, par définition, une différence favorable entre le prix d'une part et la valeur indiquée ou estimée d'autre part. Cette différence est la marge de sécurité. Il est disponible pour absorber l'effet des erreurs de calcul ou pire que la chance moyenne. L'acheteur de bonnes affaires met un accent particulier sur la capacité de l'investissement à résister à des évolutions défavorables. Car dans la plupart des cas, il n'a pas vraiment d'enthousiasme pour les perspectives de l'entreprise. Certes, si les perspectives sont vraiment mauvaises, l'investisseur préférera éviter la sécurité, peu importe le prix. Mais le domaine des questions sous-évaluées est tiré des nombreuses préoccupations - peut-être une majorité du total - pour lesquelles l'avenir n'apparaît ni clairement prometteur, ni clairement peu prometteur. S'ils sont achetés à des conditions avantageuses, même une baisse modérée de la capacité de gain ne doit pas empêcher l'investissement de donner des résultats satisfaisants. La marge de sécurité aura alors atteint son objectif.

Théorie de la diversification

Il existe un lien logique étroit entre le concept de marge de sécurité et le principe de diversification. L'un est corrélatif avec l'autre. Même avec une marge en faveur de l'investisseur, un titre individuel peut mal fonctionner. Car la marge garantit seulement qu'il a une meilleure chance de profit que de perte - non que la perte soit impossible. Mais à mesure que le nombre de ces engagements augmente, plus il devient certain que le total

des bénéfices dépassera le total des pertes. C'est la base simple de l'activité de souscription d'assurance.

La diversification est un principe établi d'investissement conservateur. En l'acceptant si universellement, les investisseurs démontrent réellement leur acceptation du principe de la marge de sécurité, dont la diversification est le compagnon. Ce point peut être rendu plus coloré par une référence à l'arithmétique de la roulette. Si un homme mise 1 $ sur un seul numéro, il gagne 35 $ de profit lorsqu'il gagne, mais les chances sont de 37 pour 1 qu'il perdra. Il a une «marge de sécurité négative». Dans son cas, la diversification est insensée. Plus il parie de chiffres, plus ses chances de se terminer avec un profit sont faibles. S'il parie régulièrement 1 $ sur chaque numéro (y compris 0 et 00), il perdra certainement 2 $ à chaque tour de roue. Mais supposons que le gagnant ait reçu un profit de 39 $ au lieu de 35 $. Il aurait alors une petite mais importante marge de sécurité. Par conséquent, plus il mise sur des nombres, meilleures sont ses chances de gagner. Et il pouvait être certain de gagner 2 $ à chaque tour en misant simplement 1 $ chacun sur tous les numéros. (Incidemment, les deux exemples donnés décrivent en fait les positions respectives du joueur et du propriétaire d'une roue avec 0 et 00.)*

Un critère d'investissement contre la spéculation

Puisqu'il n'y a pas de définition unique de l'investissement dans l'acceptation générale, les autorités ont le droit de le définir à leur guise. Beaucoup d'entre eux nient qu'il existe une différence utile ou fiable entre les concepts d'investissement et de spéculation. Nous pensons que ce scepticisme est inutile et nuisible. Il est préjudiciable car il encourage le penchant inné de nombreuses personnes vers l'excitation et les dangers de la spéculation boursière. Nous suggérons que le concept de marge de sécurité puisse être utilisé à bon escient comme pierre de touche pour distinguer une opération d'investissement d'une opération spéculative.

La plupart des spéculateurs pensent probablement qu'ils ont toutes les chances de leur côté lorsqu'ils tentent leur chance, et ils peuvent donc prétendre à une marge de sécurité dans leurs procédures. Chacun a le sentiment que le moment est propice à son achat, que ses compétences sont supérieures à celles de la foule ou que son conseiller ou son système est digne de confiance. Mais ces affirmations ne sont pas convaincantes. Ils reposent sur un jugement subjectif, non étayé par un ensemble de preuves favorables ou par un raisonnement concluant. Nous doutons fortement que l'homme qui mise sur son opinion selon laquelle le marché monte ou

descend ne puisse jamais être considéré comme protégé par une marge de sécurité dans un sens utile de l'expression.

En revanche, le concept de marge de sécurité de l'investisseur, tel qu'il a été développé plus haut dans ce chapitre, repose sur un raisonnement arithmétique simple et précis à partir de données statistiques. Nous pensons également qu'il est bien soutenu par une expérience pratique de l'investissement. Rien ne garantit que cette approche quantitative fondamentale continuera d'afficher des résultats favorables dans les conditions inconnues de l'avenir. Mais, également, il n'y a aucune raison valable de pessimisme sur ce point.

Ainsi, en somme, nous disons que pour avoir un véritable investissement il doit y avoir une véritable marge de sécurité. Et une véritable marge de sécurité est celle qui peut être démontrée par des chiffres, par un raisonnement persuasif et par référence à un ensemble d'expériences réelles.

Extension du concept d'investissement

Pour terminer notre discussion sur le principe de la marge de sécurité, nous devons maintenant faire une distinction supplémentaire entre les investissements conventionnels et non conventionnels. Les investissements conventionnels conviennent au portefeuille type. Sous cette rubrique se trouvent toujours les émissions du gouvernement américain et les actions ordinaires de haute qualité versant des dividendes. Nous avons ajouté des obligations d'État et municipales pour ceux qui bénéficieront suffisamment de leurs caractéristiques d'exonération fiscale. Sont également incluses les obligations de sociétés de première qualité lorsque, comme aujourd'hui, elles peuvent être achetées pour rapporter suffisamment plus que les obligations d'épargne des États-Unis.

Les investissements non conventionnels sont ceux qui ne conviennent qu'à l'investisseur entreprenant. Ils couvrent une large gamme. La catégorie la plus large est celle des actions ordinaires sous-évaluées des sociétés secondaires, que nous recommandons pour l'achat lorsqu'elles peuvent être achetées aux deux tiers ou moins de leur valeur indiquée. En outre, il existe souvent un large choix d'obligations de sociétés de qualité moyenne et d'actions privilégiées lorsqu'elles se vendent à des prix si bas qu'elles peuvent également être obtenues avec une remise considérable par rapport à leur valeur apparente. Dans ces cas, l'investisseur moyen serait enclin à qualifier les titres de spéculatifs, car dans son esprit, leur absence de notation de première qualité est synonyme d'un manque de mérite d'investissement.

Nous pensons qu'un prix suffisamment bas peut transformer une sécurité de qualité médiocre en une opportunité d'investissement solide - à condition que l'acheteur soit informé et expérimenté et qu'il pratique une diversification adéquate. Car, si le prix est suffisamment bas pour créer une marge de sécurité substantielle, la sécurité répond ainsi à notre critère d'investissement. Notre illustration préférée est tirée du domaine des obligations immobilières. Dans les années 1920, des milliards de dollars de ces émissions ont été vendus au pair et largement recommandés comme investissements judicieux. Une grande proportion avait si peu de marge de valeur sur la dette qu'elle avait en fait un caractère hautement spéculatif. Dans la dépression des années 1930, une énorme quantité de ces obligations ont fait défaut à leurs intérêts et leur prix s'est effondré - dans certains cas en dessous de 10 cents sur le dollar. À ce stade, les mêmes conseillers qui les avaient recommandés au pair comme investissements sûrs les rejetaient comme papier du type le plus spéculatif et le moins attrayant. Mais en fait, la dépréciation du prix d'environ 90% a rendu bon nombre de ces titres extrêmement attrayants et raisonnablement sûrs, car les valeurs réelles qui les sous-tendaient étaient quatre ou cinq fois supérieures à celles du marché.*

Le fait que l'achat de ces obligations ait effectivement abouti à ce que l'on appelle généralement «un gros bénéfice spéculatif» ne les a pas empêchés d'avoir de véritables qualités d'investissement à leurs bas prix. Le profit «spéculatif» était la récompense de l'acheteur pour avoir fait un investissement inhabituel. On pourrait à juste titre les qualifier *d'* opportunités d' *investissement* , car une analyse minutieuse aurait montré que l'excédent de valeur sur le prix offrait une grande marge de sécurité. Ainsi, la classe même des «investissements par beau temps» que nous avons décrite ci-dessus est une source principale de pertes sérieuses pour les acheteurs de sécurité naïfs est susceptible d'offrir de nombreuses opportunités de profit solides à l'opérateur sophistiqué qui peut les acheter plus tard à peu près à son propre prix.‡

L'ensemble du champ des «situations particulières» relèverait de notre définition des opérations d'investissement, car l'achat repose toujours sur une analyse approfondie qui promet une réalisation plus importante que le prix payé. Là encore, il existe des facteurs de risque dans chaque cas individuel, mais ceux-ci sont pris en compte dans les calculs et absorbés dans les résultats globaux d'une opération diversifiée.

Pour mener cette discussion à un extrême logique, nous pourrions suggérer qu'une opération d'investissement défendable pourrait être mise en place en achetant des valeurs incorporelles représentées par un groupe

de «bons de souscription d'actions ordinaires» se vendant à des prix historiquement bas. (Cet exemple est destiné à être un peu choquant.)* La valeur totale de ces warrants repose sur la possibilité que les actions concernées puissent un jour dépasser le prix de l'option. Pour le moment, ils n'ont aucune valeur exerçable. Pourtant, comme tout investissement repose sur des attentes futures raisonnables, il convient de considérer ces bons de souscription en termes de chances mathématiques que certains futurs marchés haussiers créent une forte augmentation de leur valeur indiquée et de leur prix. Une telle étude pourrait bien aboutir à la conclusion qu'il y a beaucoup plus à gagner dans une telle opération qu'à perdre et que les chances d'un profit ultime sont bien meilleures que celles d'une perte ultime. Si tel est le cas, il existe une marge de sécurité même dans cette forme de sécurité sans prétention. Un investisseur suffisamment entreprenant pourrait alors inclure une opération de bons d'option dans son mélange d'investissements non conventionnels. [1]

Pour résumer

L'investissement est plus intelligent lorsqu'il est plus *commercial.* Il est étonnant de voir combien d'hommes d'affaires compétents essaient d'opérer à Wall Street sans tenir compte de tous les principes solides grâce auxquels ils ont réussi dans leurs propres entreprises. Pourtant, chaque titre de société peut être considéré, dans un premier temps, comme un droit de propriété ou une réclamation contre une entreprise commerciale spécifique. Et si une personne décide de réaliser des bénéfices grâce aux achats et aux ventes de titres, elle se lance dans une entreprise commerciale qui doit être gérée conformément aux principes commerciaux acceptés pour avoir des chances de succès.

Le premier et le plus évident de ces principes est: «Sachez ce que vous faites - connaissez votre entreprise». Pour l'investisseur, cela signifie: n'essayez pas de faire des «bénéfices commerciaux» avec des titres - c'est-à-dire des rendements supérieurs à l'intérêt normal et les revenus de dividendes, sauf si vous en savez autant sur les valeurs de sécurité que vous auriez besoin de connaître la valeur des marchandises que vous avez proposé de fabriquer ou de vendre.

Un deuxième principe commercial: «Ne laissez personne d'autre diriger votre entreprise, à moins que (1) vous ne puissiez superviser ses performances avec soin et compréhension ou (2) vous ayez des raisons inhabituellement fortes de faire confiance implicitement à son intégrité et à ses capacités. l'investisseur, cette règle devrait déterminer les conditions

dans lesquelles il permettra à quelqu'un d'autre de décider de ce qui sera fait avec son argent.

Un troisième principe commercial: «N'entreprenez pas une opération, c'est-à-dire la fabrication ou le commerce d'un article, à moins qu'un calcul fiable ne montre qu'il a une chance équitable de générer un bénéfice raisonnable. En particulier, éloignez-vous des entreprises dans lesquelles vous avez peu à gagner et beaucoup à perdre. »Pour l'investisseur entreprenant, cela signifie que ses opérations à but lucratif doivent être basées non pas sur l'optimisme mais sur l'arithmétique. Pour chaque investisseur, cela signifie que lorsqu'il limite son rendement à un petit chiffre - comme auparavant, au moins, dans une obligation conventionnelle ou une action privilégiée - il doit exiger des preuves convaincantes qu'il ne risque pas une partie substantielle de son capital.

Une quatrième règle commerciale est plus positive: «Ayez le courage de vos connaissances et de votre expérience. Si vous avez tiré une conclusion des faits et si vous savez que votre jugement est bon, agissez-y, même si d'autres peuvent hésiter ou différer. "(Vous n'avez ni raison ni tort parce que la foule n'est pas d'accord avec vous. Vous avez raison parce que votre les données et le raisonnement sont corrects.) De même, dans le monde des valeurs mobilières, le courage devient la vertu suprême *après* une connaissance adéquate et un jugement éprouvé.

Heureusement pour l'investisseur type, il n'est nullement nécessaire pour son succès qu'il apporte ces qualités à son programme - à *condition* qu'il limite son ambition à sa capacité et limite ses activités dans la voie étroite et sûre d'un investissement défensif standard. Obtenir des résultats d'investissement *satisfaisants* est plus facile que la plupart des gens ne le pensent; obtenir *des* résultats *supérieurs* est plus difficile qu'il n'y paraît.

Commentaire sur le chapitre 20

Si nous ne parvenons pas à anticiper l'imprévu ou à nous attendre à l'inattendu dans un univers aux possibilités infinies, nous pouvons nous retrouver à la merci de quiconque ou de tout ce qui ne peut être programmé, catégorisé ou facilement référencé.

—*Agent Fox Mulder,* Les X-Files

Tout d'abord, ne perdez pas

Quel est le risque?

Vous obtiendrez des réponses différentes selon qui et quand vous poserez la question. En 1999, le risque ne signifiait pas perdre de l'argent; cela signifiait gagner moins d'argent que quelqu'un d'autre. Ce que beaucoup de gens craignaient, c'était de tomber sur quelqu'un à un barbecue qui devenait encore plus riche et plus rapide en échangeant des actions dot-com par jour. Puis, tout à coup, en 2003, le risque était devenu signifiant que le marché boursier pourrait continuer à baisser jusqu'à ce qu'il efface toutes les traces de richesse qui vous restaient.

Bien que sa signification puisse sembler aussi inconstante et fluctuante que les marchés financiers eux-mêmes, le risque a des attributs profonds et permanents. Les personnes qui prennent les plus gros paris et réalisent les gains les plus importants sur un marché haussier sont presque toujours celles qui sont les plus touchées par le marché baissier qui suit inévitablement. (Le fait d'avoir «raison» rend les spéculateurs encore plus désireux de prendre des risques supplémentaires, car leur confiance prend feu.) Et une fois que vous perdez beaucoup d'argent, vous devez alors jouer encore plus fort juste pour revenir où vous étiez, comme une piste de course ou un casino joueur qui double désespérément après chaque mauvais pari. À moins que vous n'ayez une chance phénoménale, c'est une recette pour un désastre. Pas étonnant, lorsqu'on lui a demandé de résumer tout ce qu'il avait appris au cours de sa longue carrière sur la façon de devenir riche, le légendaire financier JK Klingenstein de Wertheim & Co. a répondu simplement: "Ne perdez pas."[1] Ce graphique montre ce qu'il voulait dire:

FIGURE 20-1

Le coût de la perte

Imaginez que vous trouviez un titre qui, selon vous, peut croître de 10% par an, même si le marché ne croît que de 5% par an. Malheureusement, vous êtes si enthousiaste que vous payez un prix trop élevé, et le stock perd 50% de sa valeur la première année. Même si l'action génère alors le double du rendement du marché, il vous faudra plus de 16 ans *pour dépasser le marché, tout simplement parce que vous avez payé trop et perdu trop au départ.*

Perdre un *peu d'* argent est une partie inévitable de l' investissement, et il n'y a rien que vous pouvez faire pour l' empêcher. Mais, pour être un investisseur intelligent, vous devez vous assurer de ne jamais perdre la *plupart ou la totalité* de votre argent. La déesse hindoue de la richesse, Lakshmi, est souvent représentée debout sur la pointe des pieds, prête à s'élancer en un clin d'œil. Pour la garder symboliquement en place, certains des dévots de Lakshmi fouetteront sa statue avec des bandes de tissu ou cloueront ses pieds au sol. Pour l'investisseur intelligent, la «marge de sécurité» de Graham remplit la même fonction: en refusant de payer trop cher pour un investissement, vous minimisez les chances que votre patrimoine disparaisse ou soit soudainement détruit.

Considérez ceci: Au cours des quatre trimestres se terminant en décembre 1999, JDS Uniphase Corp., la société de fibre optique, a généré 673 millions de dollars de ventes nettes, sur lesquelles elle a perdu 313 millions de dollars. Ses actifs corporels totalisaient 1,5 milliard de dollars. Pourtant, le 7 mars 2000, l'action JDS Uniphase a atteint 153 dollars par action, ce qui donne à la société une valeur marchande totale d'environ 143 milliards de dollars.[2] Et puis, comme la plupart des actions «New Era», il s'est écrasé. Quiconque l'a acheté ce jour-là et s'y accrochait encore fin 2002 était confronté à ces perspectives:

FIGURE 20-2

Rompre est difficile à faire

Si vous aviez acheté JDS Uniphase à son prix de pointe de 153 421 $ le 7 mars 2000 et le déteniez toujours à la fin de 2002 (date de clôture à 2,47 $), combien de temps vous faudrait-il pour revenir à votre prix d'achat à divers taux de rendement annuel moyen?

Même à un taux de rendement annuel robuste de 10%, il faudra plus de *43 ans* pour atteindre l'équilibre avec cet achat trop cher!

Le risque n'est pas dans nos stocks, mais dans nous-mêmes

Le risque existe dans une autre dimension: en vous. Si vous surestimez à quel point vous comprenez vraiment un investissement ou surestimez votre capacité à surmonter une chute temporaire des prix, peu importe ce que vous possédez ou comment le marché fait. En fin de compte, le risque financier ne réside pas dans le type d'investissements que vous avez, mais dans le type d'investisseur que vous êtes. Si vous voulez vraiment savoir quel est le risque, allez à la salle de bain la plus proche et montez dans le miroir. *C'est un* risque, de te regarder depuis le verre.

Lorsque vous vous regardez dans le miroir, que devez-vous surveiller? Le psychologue Daniel Kahneman, lauréat du prix Nobel, explique deux facteurs qui caractérisent les bonnes décisions:

- **«Confiance bien calibrée»** (est-ce que je comprends cet investissement aussi bien que je pense que je le sais?)
- **«Regret correctement anticipé»** (comment vais-je réagir si mon analyse s'avère erronée?).

Pour savoir si votre confiance est bien calibrée, regardez-vous dans le miroir et demandez-vous: «Quelle est la probabilité que mon analyse soit juste?» Réfléchissez bien à ces questions:

- Quelle expérience ai-je? Quel est mon bilan avec des décisions similaires dans le passé?
- Quel est le bilan typique d'autres personnes qui ont essayé cela dans le passé?[3]
- Si j'achète, quelqu'un d'autre vend. Quelle est la probabilité que je sache quelque chose que cette autre personne (ou entreprise) ne sait pas?
- Si je vends, quelqu'un d'autre achète. Quelle est la probabilité que je sache quelque chose que cette autre personne (ou entreprise) ne sait pas?
- Ai-je calculé combien cet investissement doit augmenter pour que je puisse rentabiliser même après mes impôts et les frais de transaction?

Ensuite, regardez dans le miroir pour savoir si vous êtes le genre de personne qui anticipe correctement vos regrets. Commencez par demander: «Est-ce que je comprends parfaitement les conséquences si mon analyse s'avère erronée?» Répondez à cette question en considérant ces points:

- Si j'ai raison, je pourrais gagner beaucoup d'argent. Et si je me trompe? Sur la base des performances historiques d'investissements similaires, combien pourrais-je *perdre?*
- Ai-je d'autres investissements qui me tordront si cette décision s'avère fausse? Dois-je déjà détenir des actions, des obligations ou des fonds dont le taux de hausse a été prouvé lorsque le type d'investissement que je songe diminue? Suis-je en train de mettre trop de mon capital en danger avec ce nouvel investissement?
- Quand je me dis: «Vous avez une tolérance élevée au risque», comment savoir? Ai-je déjà perdu beaucoup d'argent sur un investissement? Qu'avez-vous ressenti? Ai-je acheté plus ou ai-je renfloué?
- Est-ce que je compte uniquement sur ma volonté pour m'empêcher de paniquer au mauvais moment? Ou ai-je contrôlé à l'avance mon propre comportement en diversifiant, en signant un

contrat d'investissement et en faisant la moyenne des coûts en dollars?

Vous devez toujours vous rappeler, selon les mots du psychologue Paul Slovic, que «le risque est composé d'une dose égale de deux ingrédients - les probabilités et les conséquences».[4] Avant d'investir, vous devez vous assurer que vous avez évalué de façon réaliste votre probabilité d'avoir raison *et* comment vous allez réagir aux conséquences d'une erreur.

Le pari de Pascal

Le philosophe de l'investissement Peter Bernstein a une autre façon de résumer cela. Il revient à Blaise Pascal, le grand mathématicien et théologien français (1623-1662), qui a créé une expérience de pensée dans laquelle un agnostique doit jouer sur l'existence ou non de Dieu. La mise que cette personne doit mettre pour le pari est sa conduite dans cette vie; le gain ultime dans le pari est le sort de son âme dans l'au-delà. Dans ce pari, affirme Pascal, «la raison ne peut pas décider» de la probabilité de l'existence de Dieu. Soit Dieu existe, soit Il n'existe pas - et seule la foi, et non la raison, peut répondre à cette question. Mais alors que les probabilités dans le pari de Pascal sont un tirage au sort, les conséquences sont parfaitement claires et tout à fait certaines. Comme l'explique Bernstein:

Supposons que vous agissiez comme si Dieu est et que vous meniez une vie de vertu et d'abstinence, alors qu'en fait il n'y a pas de dieu. Vous aurez perdu quelques goodies dans la vie, mais il y aura aussi des récompenses. Supposons maintenant que vous agissiez comme si Dieu ne l'était pas et passiez une vie de péché, d'égoïsme et de luxure alors qu'en fait Dieu l'est. Vous avez peut-être eu du plaisir et des sensations fortes pendant la durée relativement brève de votre vie, mais lorsque le jour du jugement arrive, vous êtes en grande difficulté.[5]

Bernstein conclut: «En prenant des décisions dans des conditions d'incertitude, les conséquences doivent dominer les probabilités. Nous ne connaissons jamais l'avenir. »Ainsi, comme Graham vous l'a rappelé dans chaque chapitre de ce livre, l'investisseur intelligent doit se concentrer non seulement sur la bonne analyse. Vous devez également vous assurer contre les pertes si votre analyse s'avère erronée, car même les meilleures analyses seront au moins une partie du temps. La probabilité de faire au moins une erreur à un moment donné de votre vie d'investissement est pratiquement de 100%, et ces chances sont entièrement hors de votre contrôle. Cependant, vous n'avez le contrôle sur les conséquences d'avoir

tort. De nombreux «investisseurs» ont investi la quasi-totalité de leur argent dans des actions dot-com en 1999; un sondage en ligne de 1 338 Américains par *Money* Magazine en 1999 a révélé que près d'un dixième d'entre eux avaient au moins 85% de leur argent dans des actions Internet. En ignorant l'appel de Graham à une marge de sécurité, ces personnes ont pris le mauvais côté du pari de Pascal. Certain qu'ils connaissaient les probabilités d'avoir raison, ils n'ont rien fait pour se protéger contre les conséquences d'une erreur.

Simplement en gardant vos avoirs diversifiés en permanence et en refusant de jeter de l'argent aux dernières tendances les plus folles de M. Market, vous pouvez vous assurer que les conséquences de vos erreurs ne seront jamais catastrophiques. Peu importe ce que M. Market vous lance, vous serez toujours en mesure de dire, avec une confiance tranquille: «Cela aussi va disparaître.»

Postscript

Nous connaissons très bien deux partenaires qui ont passé une bonne partie de leur vie à gérer leurs propres fonds et ceux d'autres personnes à Wall Street. Une expérience difficile leur a appris qu'il valait mieux être prudent et prudent plutôt que d'essayer de gagner tout l'argent du monde. Ils ont établi une approche assez unique des opérations de sécurité, qui combinait de bonnes possibilités de profit avec des valeurs solides. Ils ont évité tout ce qui semblait trop cher et ont été trop rapides pour éliminer les problèmes qui avaient atteint des niveaux qu'ils jugeaient plus attractifs. Leur portefeuille a toujours été bien diversifié, avec plus d'une centaine de problématiques différentes représentées. De cette façon, ils se sont assez bien débrouillés pendant de nombreuses années de hauts et de bas sur le marché général; ils représentaient en moyenne environ 20% par an sur les plusieurs millions de capitaux qu'ils avaient acceptés pour la gestion, et leurs clients étaient très satisfaits des résultats.*

L'année de la parution de la première édition de ce livre, une opportunité a été offerte au fonds des partenaires d'acquérir un demi-

intérêt dans une entreprise en croissance. Pour une raison quelconque, l'industrie n'avait pas d'attrait de Wall Street à l'époque et l'accord avait été refusé par un certain nombre de maisons importantes. Mais la paire a été impressionnée par les possibilités de l'entreprise; ce qui a été déterminant pour eux, c'est que le prix était modéré par rapport au résultat courant et à la valeur des actifs. Les partenaires ont poursuivi l'acquisition, ce qui représente environ un cinquième de leur fonds. Ils se sont étroitement identifiés au nouvel intérêt commercial, qui a prospéré.[‡]

En fait, elle a si bien fait que le prix de ses actions est passé à deux cents fois ou plus le prix payé pour le demi-intérêt. L'avance a largement dépassé la croissance réelle des bénéfices et, presque dès le départ, la cotation est apparue beaucoup trop élevée en termes de normes d'investissement propres aux partenaires. Mais comme ils considéraient la société comme une sorte d '«entreprise familiale», ils ont continué à conserver une propriété substantielle des actions malgré la hausse spectaculaire des prix. Un grand nombre de participants à leurs fonds ont fait de même, et ils sont devenus millionnaires grâce à leur participation dans cette seule entreprise, ainsi qu'à des affiliés organisés plus tard.[*]

Ironiquement, le total des bénéfices provenant de cette décision d'investissement unique a dépassé de loin la somme de tous les autres réalisés au cours de 20 ans d'opérations de grande envergure dans les domaines spécialisés des partenaires, impliquant de nombreuses enquêtes, une réflexion sans fin et d'innombrables décisions individuelles.

Y a-t-il une morale à cette histoire de valeur pour l'investisseur intelligent? Une évidence est qu'il existe plusieurs façons de gagner et de conserver de l'argent à Wall Street. Une autre, pas si évidente, est qu'une pause chanceuse, ou une décision extrêmement astucieuse - peut-on les distinguer? - peut compter pour plus d'une vie d'efforts de compagnon. [1] Mais derrière la chance ou la décision cruciale, il doit généralement exister un fond de préparation et de capacité disciplinée. Il faut être suffisamment établi et reconnu pour que ces opportunités frappent à sa porte particulière. Il faut avoir les moyens, le jugement et le courage d'en profiter.

Bien sûr, nous ne pouvons pas promettre une expérience aussi spectaculaire à tous les investisseurs intelligents qui restent à la fois prudents et alertes au fil des ans. Nous n'allons pas finir avec le slogan de JJ Raskob dont nous nous moquions au début: "Tout le monde peut être riche". Mais les possibilités intéressantes abondent sur la scène financière,

et l'investisseur intelligent et entreprenant devrait pouvoir trouver à la fois plaisir et profit dans ce cirque à trois anneaux. L'excitation est garantie.

Commentaire sur Postscript

S uccessful investissement est sur la gestion des risques, ne pas l' éviter. À première vue, lorsque vous réalisez que Graham a investi 25% de son fonds dans une seule action, vous pourriez penser qu'il jouait imprudemment avec l'argent de ses investisseurs. Mais ensuite, lorsque vous découvrez que Graham a soigneusement établi qu'il pouvait liquider GEICO pour au moins ce qu'il avait payé, il devient clair que Graham prenait très peu de risques financiers. Mais il avait besoin d'un courage énorme pour prendre le risque psychologique d'un si gros pari sur un titre aussi inconnu.[1]

Et les gros titres d'aujourd'hui regorgent de faits effrayants et de risques non résolus: la mort du marché haussier des années 90, la croissance économique atone, la fraude des entreprises, le spectre du terrorisme et de la guerre. «Les investisseurs n'aiment pas l'incertitude», lance un stratège du marché en ce moment à la télévision financière ou dans le journal d'aujourd'hui. Mais les investisseurs n'ont jamais aimé l'incertitude - et pourtant c'est la condition la plus fondamentale et la plus durable du monde investisseur. Cela a toujours été et sera toujours le cas. Au fond, «incertitude» et «investissement» sont synonymes. Dans le monde réel, personne n'a jamais eu la possibilité de voir qu'un moment donné est le meilleur moment pour acheter des actions. Sans une foi salvatrice en l'avenir, personne n'investirait jamais du tout. Pour être un investisseur, vous devez croire en un avenir meilleur.

Le plus lettré des investisseurs, Graham aimait l'histoire d'Ulysse, racontée à travers la poésie d'Homère, d'Alfred Tennyson et de Dante. Vers la fin de sa vie, Graham savourait la scène de Dante *Inferno* quand Ulysse décrit inspirer son équipage à la voile vers l' ouest dans les eaux inconnues au - delà des portes d'Hercule:

"O frères," dis-je, "qui après cent mille

les périls ont atteint l'ouest,

dans cette petite veillée éveillée

qui reste encore à nos sens,

ne choisissons pas d'éviter l'expérience

du monde dépouillé qui se cache derrière le soleil.

Considérez les graines dont vous êtes issu:

Tu as été fait pour ne pas vivre comme des bêtes,

mais pour rechercher la vertu et la compréhension. "

Avec cette petite oraison j'ai fait mes compagnons de navire

si désireux de voyager

qu'il aurait fait mal de les retenir.

Et nous avons balancé notre poupe vers le matin

et transformé nos rames en ailes pour le vol sauvage.[2]

Investir aussi est une aventure; l'avenir financier est toujours un monde inconnu. Avec Graham comme guide, votre voyage d'investissement à vie devrait être aussi sûr et confiant qu'aventurier.

Annexes

1. Les superinvestisseurs de Graham-et-Doddsville

par Warren E. Buffett

NOTE DE LA RÉDACTION : *Cet article est une transcription révisée d'une conférence donnée à l'Université Columbia en 1984 pour commémorer le*

cinquantième anniversaire de l' analyse *de la* sécurité, *écrite par Benjamin Graham et David L. Dodd. Ce volume spécialisé a d'abord présenté les idées popularisées plus tard dans* The Intelligent Investor. *L'essai de Buffett offre une étude fascinante de la façon dont les disciples de Graham ont utilisé l'approche d'investissement de valeur de Graham pour réaliser un succès phénoménal sur le marché boursier.*

L'approche de Graham et Dodd «recherche des valeurs avec une marge de sécurité significative par rapport aux prix» est-elle obsolète dans l'analyse de la sécurité? Beaucoup de professeurs qui écrivent des manuels scolaires aujourd'hui disent oui. Ils soutiennent que le marché boursier est efficace; c'est-à-dire que les cours des actions reflètent tout ce qui est connu sur les perspectives d'une entreprise et sur l'état de l'économie. Il n'y a pas d'actions sous-évaluées, soutiennent ces théoriciens, car il existe des analystes de sécurité intelligents qui utilisent toutes les informations disponibles pour garantir des prix sans faille. Les investisseurs qui semblent battre le marché année après année ont de la chance. «Si les prix reflètent pleinement les informations disponibles, ce type de capacité d'investissement est exclu», écrit l'un des auteurs de manuels d'aujourd'hui.

Eh bien, peut-être. Mais je veux vous présenter un groupe d'investisseurs qui, année après année, ont battu l'indice boursier Standard & Poor's 500. L'hypothèse selon laquelle ils le font par pur hasard mérite au moins d'être examinée. Un élément crucial de cet examen est le fait que ces gagnants étaient tous bien connus de moi et pré-identifiés comme des investisseurs supérieurs, la plus récente identification remontant à plus de quinze ans. En l'absence de cette condition - c'est-à-dire, si j'avais récemment cherché parmi des milliers d'enregistrements pour sélectionner quelques noms pour vous ce matin - je vous conseillerais d'arrêter de lire ici. Je dois ajouter que tous ces enregistrements ont été vérifiés. Et je dois en outre ajouter que je connais beaucoup de ceux qui ont investi avec ces gestionnaires, et les chèques reçus par ces participants au fil des ans correspondaient aux records déclarés.

Avant de commencer cet examen, j'aimerais que vous imaginiez un concours national de retournement de pièces. Supposons que 225 millions d'Américains se lèvent demain matin et nous leur demandons à tous de miser un dollar. Ils sortent le matin au lever du soleil, et ils appellent tous le lancer d'une pièce. S'ils appellent correctement, ils gagnent un dollar de ceux qui ont mal appelé. Chaque jour, les perdants abandonnent et le jour suivant, les enjeux augmentent à mesure que tous les gains précédents sont mis en jeu. Après dix flips sur dix matins, il y aura environ 220 000

personnes aux États-Unis qui ont correctement appelé dix flips de suite. Ils auront chacun gagné un peu plus de 1 000 $.

Maintenant, ce groupe va probablement commencer à être un peu gonflé à ce sujet, la nature humaine étant ce qu'elle est. Ils peuvent essayer d'être modestes, mais lors de cocktails, ils admettront parfois à des membres attrayants du sexe opposé quelle est leur technique et quelles merveilleuses idées ils apportent au domaine du retournement.

En supposant que les gagnants obtiennent les récompenses appropriées des perdants, dans dix autres jours, nous aurons 215 personnes qui ont réussi à lancer leurs pièces de monnaie 20 fois de suite et qui, par cet exercice, ont chacune transformé un dollar en un peu plus 1 million de dollars. 225 millions de dollars auraient été perdus, 225 millions de dollars auraient été gagnés.

D'ici là, ce groupe va vraiment perdre la tête. Ils écriront probablement des livres sur «Comment j'ai transformé un dollar en un million en vingt jours en travaillant trente secondes par matin». Pire encore, ils commenceront probablement à parcourir le pays en assistant à des séminaires sur le retournement de pièces efficace et la lutte contre les professeurs sceptiques avec, "Si cela ne peut pas être fait, pourquoi sommes-nous 215?"

Mais alors, un professeur d'école de commerce sera probablement assez impoli pour évoquer le fait que si 225 millions d'orangs-outans avaient entrepris un exercice similaire, les résultats seraient à peu près les mêmes: 215 orangs-outans égoïstes avec 20 flips gagnants consécutifs.

Je dirais cependant qu'il *existe* des différences importantes dans les exemples que je vais présenter. D'une part, si (a) vous aviez pris 225 millions d'orangs-outans répartis à peu près comme la population américaine; si (b) il restait 215 gagnants après 20 jours; et si (c) vous avez découvert que 40 provenaient d'un zoo particulier à Omaha, vous seriez presque sûr que vous étiez sur quelque chose. Donc, vous sortiriez probablement pour demander au gardien de zoo ce qu'il leur donne à manger, s'ils avaient des exercices spéciaux, quels livres ils lisent et qui sait quoi d'autre. Autrement dit, si vous avez trouvé des concentrations de succès vraiment extraordinaires, vous voudrez peut-être voir si vous pouvez identifier des concentrations de caractéristiques inhabituelles qui pourraient être des facteurs de causalité.

L'enquête scientifique suit naturellement un tel schéma. Si vous tentiez d'analyser les causes possibles d'un type rare de cancer - avec, disons, 1 500

cas par an aux États-Unis - et que vous constatiez que 400 d'entre eux se sont produits dans une petite ville minière du Montana, vous seriez très intéressé par l'eau là-bas, ou l'occupation des personnes touchées, ou d'autres variables. Vous savez que ce n'est pas un hasard si 400 viennent d'une petite zone. Vous ne connaissez pas nécessairement les facteurs de causalité, mais vous savez où chercher.

Je vous soumets qu'il existe des moyens de définir une origine autre que la géographie. En plus des origines géographiques, il peut y avoir ce que j'appelle une origine *intellectuelle* . Je pense que vous constaterez qu'un nombre disproportionné de lanceurs de pièces réussis dans le monde de l'investissement provenait d'un très petit village intellectuel qui pourrait s'appeler Graham-and-Doddsville. Une concentration de gagnants qui ne peut tout simplement pas être expliquée par hasard peut être attribuée à ce village intellectuel particulier.

Des conditions pourraient exister qui rendraient même cette concentration sans importance. Peut-être que 100 personnes imitaient simplement l'appel à lancer des pièces d'une personnalité terriblement persuasive. Lorsqu'il a appelé des têtes, 100 followers ont automatiquement appelé cette pièce de la même manière. Si le leader faisait partie des 215 restants à la fin, le fait que 100 provenaient de la même origine intellectuelle ne signifierait rien. Vous identifieriez simplement un cas comme cent cas. De même, supposons que vous viviez dans une société fortement patriarcale et que chaque famille aux États-Unis comprenait commodément dix membres. Supposons en outre que la culture patriarcale était si forte que, lorsque les 225 millions de personnes sont sorties le premier jour, chaque membre de la famille s'est identifié à l'appel du père. Maintenant, à la fin de la période de 20 jours, vous auriez 215 gagnants, et vous constateriez qu'ils venaient de seulement 21,5 familles. Certains types naïfs pourraient dire que cela indique un énorme facteur héréditaire pour expliquer le succès du retournement de pièces. Mais, bien sûr, cela n'aurait aucune signification car cela signifierait simplement que vous n'avez pas 215 gagnants individuels, mais plutôt 21,5 familles réparties au hasard qui étaient gagnantes.

Dans ce groupe d'investisseurs prospères que je veux considérer, il y avait un patriarche intellectuel commun, Ben Graham. Mais les enfants qui ont quitté la maison de ce patriarche intellectuel ont appelé leurs «flips» de manières très différentes. Ils sont allés à différents endroits et ont acheté et vendu différentes actions et sociétés, mais ils ont un dossier combiné qui ne peut tout simplement pas être expliqué par hasard. Cela ne peut certainement pas s'expliquer par le fait qu'ils appellent tous des flips à

l'identique car un leader signale les appels à effectuer. Le patriarche a simplement exposé la théorie intellectuelle pour prendre des décisions d'appel de pièces, mais chaque élève a décidé de sa propre manière d'appliquer la théorie.

Le thème intellectuel commun des investisseurs de Graham-et-Doddsville est le suivant: ils recherchent des écarts entre la *valeur* d'une entreprise et le *prix* de petits morceaux de cette entreprise sur le marché. Essentiellement, ils exploitent ces écarts sans que le théoricien du marché ne se préoccupe de savoir si les actions sont achetées le lundi ou le jeudi, ou si c'est en janvier ou en juillet, etc. le font par le biais d’actions négociables - je doute que nombre d’entre elles prennent leur décision d’achat le jour de la semaine ou du mois au cours duquel la transaction va avoir lieu. Si cela ne fait aucune différence que toutes les entreprises soient achetées un lundi ou un vendredi, je suis perplexe de savoir pourquoi les académiciens investissent beaucoup de temps et d'efforts pour voir si cela fait une différence lors de l'achat de petites pièces de ces mêmes entreprises. Nos investisseurs Graham & Dodd, il va sans dire, ne discutent pas du bêta, du modèle de tarification des immobilisations ou de la covariance des rendements des titres. Ce ne sont pas des sujets qui les intéressent. En fait, la plupart d'entre eux auraient du mal à définir ces termes. Les investisseurs se concentrent simplement sur deux variables: le prix et la valeur.

Je trouve toujours extraordinaire que tant d'études soient faites sur le comportement des prix et des volumes, le truc des chartistes. Pouvez-vous imaginer acheter une entreprise entière simplement parce que le prix de l'entreprise avait considérablement *augmenté la* semaine dernière et la semaine précédente? Bien sûr, la raison pour laquelle de nombreuses études sont faites sur ces variables de prix et de volume est que maintenant, à l'ère des ordinateurs, les données disponibles à leur sujet sont presque infinies. Ce n'est pas nécessairement parce que de telles études ont une utilité; c'est simplement que les données sont là et que les académiciens ont travaillé dur pour acquérir les compétences mathématiques nécessaires pour les manipuler. Une fois ces compétences acquises, il semble péché de ne pas les utiliser, même si l'utilisation n'a aucune utilité ou utilité négative. Comme l'a dit un ami, pour un homme avec un marteau, tout ressemble à un clou.

Je pense que le groupe que nous avons identifié par un foyer intellectuel commun mérite d'être étudié. Soit dit en passant, malgré toutes les études universitaires sur l'influence de variables telles que le prix, le volume, la saisonnalité, la taille de la capitalisation, etc., sur la performance des

actions, aucun intérêt n'a été mis en évidence pour étudier les méthodes de cette concentration inhabituelle de gagnants axés sur la valeur.

Je commence cette étude des résultats en revenant à un groupe de quatre d'entre nous qui avons travaillé à Graham-Newman Corporation de 1954 à 1956. Il n'y en avait que quatre - je n'ai pas sélectionné ces noms parmi des milliers. J'ai proposé d'aller travailler à Graham-Newman pour rien après avoir suivi les cours de Ben Graham, mais il m'a refusé car il était surévalué. Il a pris ce truc de valeur très au sérieux! Après beaucoup de harcèlement, il m'a finalement engagé. Nous étions trois partenaires et quatre au niveau «paysan». Tous les quatre sont partis entre 1955 et 1957 lorsque l'entreprise a été dissoute, et il est possible de retracer le record de trois.

Le premier exemple (voir tableau 1, pages 549–550) est celui de Walter Schloss. Walter n'est jamais allé à l'université, mais a suivi un cours de Ben Graham le soir au New York Institute of Finance. Walter a quitté Graham-Newman en 1955 et a atteint le record montré ici sur 28 ans.

Voici ce que «Adam Smith» - après lui avoir parlé de Walter - a écrit à son sujet dans *Supermoney* (1972):

Il n'a aucun lien ni accès à des informations utiles. Personne à Wall Street ne le connaît pratiquement et il n'a pas d'idées. Il recherche les chiffres dans les manuels et envoie les rapports annuels, et c'est tout.

En me présentant à [Schloss] Warren s'était aussi, à mon avis, décrit lui-même. "Il n'oublie jamais qu'il gère l'argent des autres et cela renforce sa forte aversion normale pour la perte." Il a une intégrité totale et une image réaliste de lui-même. L'argent est réel pour lui et les stocks sont réels - et de là découle une attirance pour le principe de la «marge de sécurité».

Walter s'est énormément diversifié, détenant actuellement plus de 100 titres. Il sait identifier les titres qui se vendent considérablement moins que leur valeur à un propriétaire privé. *Et c'est tout ce qu'il fait.* Il ne s'inquiète pas de savoir si c'est janvier, il ne s'inquiète pas si c'est lundi, il ne s'inquiète pas si c'est une année électorale. Il dit simplement que si une entreprise vaut un dollar et que je peux l'acheter pour 40 cents, quelque chose de bien peut m'arriver. Et il le fait encore et encore et encore. Il possède beaucoup plus d'actions que moi - et s'intéresse beaucoup moins à la nature sous-jacente de l'entreprise: je ne semble pas avoir beaucoup d'influence sur Walter. C'est l'une de ses forces; personne n'a beaucoup d'influence sur lui.

Le deuxième cas est Tom Knapp, qui a également travaillé chez Graham-Newman avec moi. Tom était major en chimie à Princeton avant la guerre; à son retour de la guerre, il était un clochard de plage. Et puis un jour, il a lu que Dave Dodd donnait un cours du soir sur les investissements à Columbia. Tom l'a suivi sans crédit et il s'est tellement intéressé au sujet en suivant ce cours qu'il est venu et s'est inscrit à la Columbia Business School, où il a obtenu le MBA. Il a repris le cours de Dodd et a suivi le cours de Ben Graham. Soit dit en passant, 35 ans plus tard, j'ai appelé Tom pour vérifier certains des faits impliqués ici et je l'ai retrouvé sur la plage. La seule différence est que maintenant il possède la plage!

En 1968, Tom Knapp et Ed Anderson, également un disciple de Graham, avec un ou deux autres boursiers de persuasion similaire, ont formé Tweedy, Browne Partners, et leurs résultats d'investissement figurent dans le tableau 2. Tweedy, Browne a construit ce record avec une très large diversification. Ils ont parfois acheté le contrôle des entreprises, mais le bilan des investissements passifs est égal au record des investissements de contrôle.

Le tableau 3 décrit le troisième membre du groupe qui a formé Buffett Partnership en 1957. La meilleure chose qu'il ait faite a été de démissionner en 1969. Depuis lors, Berkshire Hathaway a, dans un certain sens, poursuivi le partenariat à certains égards. Il n'y a pas d'indice unique que je puisse vous donner qui, selon moi, constituerait un test équitable de la gestion des investissements chez Berkshire. Mais je pense que quelle que soit la façon dont vous le comprenez, cela a été satisfaisant.

Le tableau 4 montre le record du Sequoia Fund, qui est géré par un homme que j'ai rencontré en 1951 dans la classe de Ben Graham, Bill Ruane. Après être sorti de la Harvard Business School, il est allé à Wall Street. Puis il s'est rendu compte qu'il avait besoin de suivre une véritable formation en commerce, alors il est venu suivre le cours de Ben à Columbia, où nous nous sommes rencontrés au début de 1951. Le record de Bill de 1951 à 1970, travaillant avec des sommes relativement faibles, était bien meilleur que la moyenne. Quand j'ai mis fin à Buffett Partnership, j'ai demandé à Bill s'il mettrait en place un fonds pour gérer tous nos partenaires, alors il a créé le Sequoia Fund. Il l'a installé à un moment terrible, juste au moment où j'arrêtais. Il est allé directement dans le marché à deux niveaux et toutes les difficultés qui ont fait pour la performance comparative pour les investisseurs axés sur la valeur. Je suis heureux de dire que mes partenaires, à un degré incroyable, non seulement sont restés avec lui mais ont ajouté de l'argent, avec le résultat heureux montré.

Il n'y a pas de recul ici. Bill était la seule personne que j'ai recommandée à mes partenaires, et j'ai dit à l'époque que s'il obtenait un avantage de quatre points par an sur les Standard & Poor's, ce serait une solide performance. Bill a bien réussi, travaillant avec des sommes d'argent de plus en plus importantes. Cela rend les choses beaucoup plus difficiles. La taille est l'ancre de la performance. Cela ne fait aucun doute. Cela ne signifie pas que vous ne pouvez pas faire mieux que la moyenne lorsque vous grossissez, mais la marge diminue. Et si jamais vous réussissez, vous gérez deux billions de dollars, et il se trouve que c'est le montant de l'évaluation totale des capitaux propres dans l'économie, ne pensez pas que vous ferez mieux que la moyenne!

Je dois ajouter que dans les dossiers que nous avons examinés jusqu'à présent, tout au long de cette période, il n'y avait pratiquement pas de duplication dans ces portefeuilles. Ce sont des hommes qui sélectionnent les titres en fonction des écarts entre le prix et la valeur, mais ils font leurs sélections très différemment. Les avoirs les plus importants de Walter sont des piliers tels que Hudson Pulp & Paper et Jeddo Highland Coal et New York Trap Rock Company et tous ces autres noms qui viennent instantanément à l'esprit, même pour un lecteur occasionnel des pages commerciales. Les sélections de Tweedy Browne sont même tombées bien en dessous de ce niveau en termes de reconnaissance de nom. D'un autre côté, Bill a travaillé avec de grandes entreprises. Le chevauchement entre ces portefeuilles a été très, très faible. Ces enregistrements ne reflètent pas un gars appelant le flip et cinquante personnes criant la même chose après lui.

Le tableau 5 est le dossier d'un de mes amis, diplômé de Harvard Law, qui a créé un important cabinet d'avocats. Je suis tombé sur lui vers 1960 et je lui ai dit que la loi était un loisir mais qu'il pouvait faire mieux. Il a mis en place un partenariat tout à fait à l'opposé de celui de Walter. Son portefeuille était concentré sur très peu de titres et, par conséquent, son dossier était beaucoup plus volatil, mais il reposait sur la même approche de l'escompte de la valeur. Il était prêt à accepter de plus grands sommets et vallées de performance, et il se trouve que c'est un type dont toute la psyché va vers la concentration, avec les résultats montrés. Soit dit en passant, ce record appartient à Charlie Munger, mon partenaire de longue date dans l'exploitation de Berkshire Hathaway. Cependant, lorsqu'il dirigeait son partenariat, ses avoirs en portefeuille étaient presque complètement différents du mien et des autres boursiers mentionnés précédemment.

Le tableau 6 est le dossier d'un boursier qui était un copain de Charlie Munger - un autre type d'école non commerciale - qui était une majeure en mathématiques à l'USC. Il est allé travailler pour IBM après ses études et a été vendeur IBM pendant un certain temps. Après être arrivé à Charlie, Charlie l'a rejoint. Il se trouve que c'est le record de Rick Guerin. Rick, de 1965 à 1983, contre un gain cumulé de 316 pour cent pour le S&P, est sorti avec 22200 pour cent, ce qu'il considère probablement statistiquement significatif parce qu'il n'a pas de formation en école de commerce.

Une seule lumière ici: il est extraordinaire pour moi que l'idée d'acheter des billets d'un dollar pour 40 cents prenne immédiatement avec les gens ou ne prend pas du tout. C'est comme une inoculation. Si cela n'attrape pas une personne tout de suite, je trouve que vous pouvez lui parler pendant des années et lui montrer des disques, et cela ne fait aucune différence. Ils ne semblent tout simplement pas capables de saisir le concept, aussi simple soit-il. Un type comme Rick Guerin, qui n'avait aucune formation formelle en affaires, comprend immédiatement l'approche de la valeur de l'investissement et l'applique cinq minutes plus tard. Je n'ai jamais vu quelqu'un qui est devenu progressivement une conversion sur une période de dix ans à cette approche. Cela ne semble pas être une question de QI ou de formation académique. C'est une reconnaissance instantanée, ou ce n'est rien.

Le tableau 7 est l'enregistrement de Stan Perlmeter. Stan était un major arts libéraux à l'Université du Michigan qui était un partenaire de l'agence de publicité de Bozell & Jacobs. Nous nous trouvions dans le même bâtiment à Omaha. En 1965, il a compris que j'avais une meilleure entreprise que lui, alors il a quitté la publicité. Encore une fois, il a fallu cinq minutes à Stan pour adopter l'approche de la valeur.

Perlmeter ne possède pas ce que possède Walter Schloss. Il ne possède pas ce que possède Bill Ruane. Ce sont des enregistrements réalisés *indépendamment.* Mais chaque fois que Perlmeter achète une action, c'est parce qu'il en a plus pour son argent qu'il n'en paie. C'est la seule chose à laquelle il pense. Il ne regarde pas les projections de bénéfices trimestriels, il ne regarde pas les bénéfices de l'année prochaine, il ne pense pas au jour de la semaine, il ne se soucie pas de ce que dit la recherche d'investissement de n'importe quel endroit, il ne s'intéresse pas à la dynamique des prix, au volume, Ou n'importe quoi. Il demande simplement: que vaut l'entreprise?

Le tableau 8 et le tableau 9 sont les enregistrements de deux fonds de pension auxquels j'ai participé. Ils ne sont pas sélectionnés parmi des

dizaines de fonds de pension avec lesquels j'ai participé; ce sont les deux seuls que j'ai influencés. Dans les deux cas, je les ai orientés vers des managers axés sur la valeur. Très, très peu de fonds de pension sont gérés du point de vue de la valeur. Le tableau 8 est le fonds de pension de la Washington Post Company. C'était avec une grande banque il y a quelques années, et j'ai suggéré qu'ils feraient bien de sélectionner des gestionnaires qui avaient une orientation valeur.

Comme vous pouvez le voir, dans l'ensemble, ils se situent dans le centile supérieur depuis qu'ils ont effectué le changement. Le Post a dit aux gestionnaires de conserver au moins 25% de ces fonds en obligations, ce qui n'aurait pas été nécessairement le choix de ces gestionnaires. J'ai donc inclus la performance des obligations simplement pour illustrer que ce groupe n'a aucune expertise particulière sur les obligations. Ils n'auraient pas dit qu'ils l'avaient fait. Même avec cette traînée de 25 pour cent de leur fonds dans un domaine qui n'était pas leur jeu, ils étaient dans le centile supérieur de la gestion de fonds. L'expérience du Washington Post ne couvre pas une période terriblement longue, mais elle représente de nombreuses décisions d'investissement de trois gestionnaires qui n'ont pas été identifiés rétroactivement.

Le tableau 9 est le record du fonds FMC Corporation. Je n'en gère pas un sou moi-même, mais j'ai, en 1974, influencé leur décision de sélectionner des gestionnaires axés sur la valeur. Avant cette date, ils avaient sélectionné des gestionnaires de la même manière que la plupart des grandes entreprises. Ils occupent désormais la première place dans l'enquête Becker sur les fonds de pension pour leur taille au cours de la période qui a suivi cette «conversion» à l'approche de la valeur. L'année dernière, ils avaient huit gestionnaires d'actions de toute durée au-delà d'un an. Sept d'entre eux avaient un record cumulé meilleur que le S&P. Tous les huit avaient un meilleur bilan l'an dernier que le S&P. La différence nette maintenant entre une performance médiane et la performance réelle du fonds FMC sur cette période est de 243 millions de dollars. FMC attribue cela à l'état d'esprit qui leur a été donné concernant la sélection des managers. Ces gestionnaires ne sont pas nécessairement les gestionnaires que je choisirais nécessairement, mais ils ont le dénominateur commun de sélectionner des titres en fonction de leur valeur.

Il s'agit donc de neuf records de «lanceurs de pièces» de Graham-et-Doddsville. Je ne les ai pas sélectionnés avec du recul parmi des milliers. Ce n'est pas comme si je vous récitais les noms d'un groupe de gagnants de loterie - des gens dont je n'avais jamais entendu parler avant de gagner à la loterie. J'ai sélectionné ces hommes il y a des années en fonction de leur

cadre décisionnel en matière d'investissement. Je savais ce qu'on leur avait enseigné et, en plus, j'avais une connaissance personnelle de leur intellect, de leur caractère et de leur tempérament. Il est très important de comprendre que ce groupe a assumé beaucoup moins de risques que la moyenne; noter leur record dans les années où le marché général était faible. Bien qu'ils diffèrent considérablement dans le style, ces investisseurs *achètent* mentalement toujours *l'entreprise, pas l'achat des actions.* Quelques-uns achètent parfois des entreprises entières. Beaucoup plus souvent, ils achètent simplement de petites entreprises. Leur attitude, qu'il s'agisse d'acheter tout ou une petite entreprise, est la même. Certains d'entre eux détiennent des portefeuilles avec des dizaines d'actions; d'autres se concentrent sur une poignée. Mais tous exploitent la différence entre le prix de marché d'une entreprise et sa valeur intrinsèque.

Je suis convaincu qu'il y a beaucoup d'inefficacité sur le marché. Ces investisseurs de Graham-et-Doddsville ont réussi à exploiter les écarts entre prix et valeur. Lorsque le prix d'un stock peut être influencé par un «troupeau» à Wall Street avec des prix fixés à la marge par la personne la plus émotive, ou la personne la plus gourmande, ou la personne la plus déprimée, il est difficile de soutenir que le marché fixe toujours le prix rationnellement. En fait, les prix du marché sont souvent absurdes.

Je voudrais dire une chose importante au sujet du risque et de la récompense. Parfois, le risque et la récompense sont corrélés de manière positive. Si quelqu'un me disait: «J'ai ici un six-shooter et j'ai glissé une cartouche dedans. Pourquoi ne pas simplement le faire tourner et le tirer une fois? Si vous survivez, je vous donnerai 1 million de dollars. »Je refuserais - affirmant peut-être qu'un million de dollars ne suffit pas. Il pourrait alors m'offrir 5 millions de dollars pour appuyer deux fois sur la gâchette - ce serait maintenant une corrélation positive entre le risque et la récompense!

L'inverse est vrai avec l'investissement de valeur. Si vous achetez un billet d'un dollar pour 60 cents, c'est plus risqué que si vous achetez un billet d'un dollar pour 40 cents, mais l'attente de récompense est plus grande dans ce dernier cas. Plus le potentiel de récompense est élevé dans le portefeuille de valeur, moins il y a de risque.

Un exemple rapide: la Washington Post Company en 1973 se vendait 80 millions de dollars sur le marché. À l'époque, ce jour-là, vous auriez pu vendre les actifs à l'un des dix acheteurs pour pas moins de 400 millions de dollars, probablement beaucoup plus. L'entreprise était propriétaire de *Post, Newsweek* et de plusieurs chaînes de télévision sur les principaux

marchés. Ces mêmes propriétés valent maintenant 2 milliards de dollars, donc la personne qui aurait payé 400 millions de dollars n'aurait pas été folle.

Maintenant, si le titre avait encore baissé pour atteindre un prix qui valait 40 millions de dollars au lieu de 80 millions de dollars, son bêta aurait été plus élevé. Et pour les personnes qui pensent que le bêta mesure le risque, le prix moins élevé aurait rendu le tout plus risqué. C'est vraiment Alice au pays des merveilles. Je n'ai jamais pu comprendre pourquoi il est plus risqué d'acheter 400 millions de dollars de propriétés pour 40 millions de dollars que 80 millions de dollars. Et, en fait, si vous achetez un groupe de ces titres et que vous savez quoi que ce soit sur l'évaluation des entreprises, il n'y a essentiellement aucun risque à acheter 400 millions de dollars pour 80 millions de dollars, surtout si vous le faites en achetant dix piles de 40 millions de dollars pour 8 millions de dollars chacun. Puisque vous n'avez pas les mains sur les 400 millions de dollars, vous voulez être sûr d'avoir des gens honnêtes et raisonnablement compétents, mais ce n'est pas un travail difficile.

Vous devez également avoir les connaissances pour vous permettre de faire une estimation très générale de la valeur des entreprises sous-jacentes. Mais vous ne le coupez pas de près. C'est ce que Ben Graham voulait dire par avoir une marge de sécurité. Vous n'essayez pas d'acheter des entreprises d'une valeur de 83 millions de dollars pour 80 millions de dollars. Vous vous laissez une énorme marge. Lorsque vous construisez un pont, vous insistez pour qu'il puisse transporter 30 000 livres, mais vous ne traversez que des camions de 10 000 livres. Et ce même principe fonctionne dans l'investissement.

En conclusion, certains d'entre vous qui ont l'esprit commercial peuvent se demander pourquoi j'écris cet article. L'ajout de nombreux convertis à l'approche de la valeur réduira forcément les écarts entre le prix et la valeur. Je peux seulement vous dire que le secret existe depuis 50 ans, depuis que Ben Graham et Dave Dodd ont écrit *Security Analysis,* mais je n'ai vu aucune tendance à investir dans la valeur depuis 35 ans que je le pratique. Il semble y avoir une caractéristique humaine perverse qui aime rendre les choses faciles difficiles. Le monde académique, si quoi que ce soit, s'est en fait éloigné de l'enseignement de l'investissement de valeur au cours des 30 dernières années. Il est probable que cela continuera ainsi. Les navires feront le tour du monde mais la Flat Earth Society prospérera. Il y aura toujours de grands écarts entre le prix et la valeur sur le marché, et ceux qui liront leur Graham & Dodd continueront de prospérer.

Les tableaux 1 à 9 suivent:

TABLEAU 2 Tweedy, Browne Inc.

TABLEAU 3 Buffett Partnership, Ltd

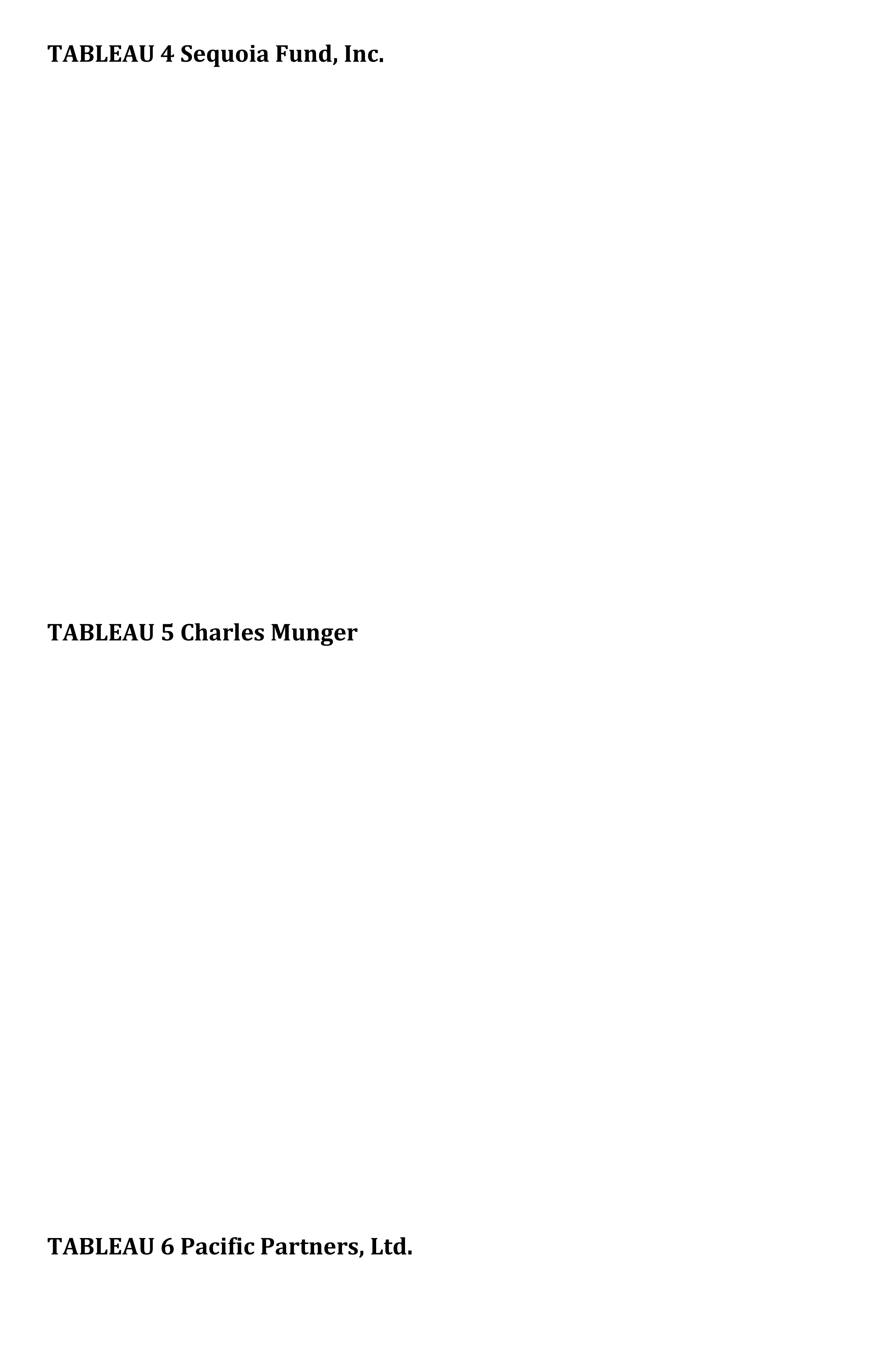


TABLEAU 4 Sequoia Fund, Inc.

TABLEAU 5 Charles Munger

TABLEAU 6 Pacific Partners, Ltd.

2. Règles importantes concernant l'imposition des revenus de placements et des opérations sur titres (en 1972)

Note de l'éditeur: En raison de modifications importantes des règles régissant ces transactions, le document suivant est présenté ici à des fins historiques uniquement. Quand il a été écrit pour la première fois par Benjamin Graham en 1972, toutes les informations qu'il contenait étaient correctes. Cependant, les développements intervenus ont rendu ce document inexact aux fins d'aujourd'hui. À la suite de l'annexe 2 originale de Graham se trouve une version révisée et mise à jour de «Les bases de la fiscalité des investissements», qui met le lecteur à jour sur les règles pertinentes.

Règle 1 - Intérêts et dividendes

Les intérêts et les dividendes sont imposables en tant que revenus ordinaires, sauf (a) les revenus provenant d'obligations d'État, municipales et assimilées, qui sont exempts d'impôt fédéral mais peuvent être soumis à l'impôt d'État, (b) les dividendes représentant un remboursement de capital, (c) certains dividendes payés par des sociétés d'investissement

(voir ci-dessous), et (d) les 100 premiers dollars de dividendes ordinaires de sociétés nationales.

Règle 2 - Gains et pertes en capital

Les gains et pertes en capital à court terme sont fusionnés pour obtenir un gain ou une perte en capital à court terme net. Les gains et les pertes en capital à long terme sont fusionnés pour obtenir le gain ou la perte en capital à long terme net. Si le gain en capital net à court terme dépasse la perte en capital nette à long terme, 100% de cet excédent doit être inclus dans le revenu. L'impôt maximal est de 25% jusqu'à 50 000 $ de ces gains et de 35% sur le solde.

Une perte en capital nette (le montant excédant les gains en capital) est déductible du revenu ordinaire jusqu'à un maximum de 1 000 $ pour l'année en cours et pour chacune des cinq prochaines années. Alternativement, des pertes non utilisées peuvent être appliquées à tout moment pour compenser les gains en capital. (Les reports de pertes subies avant 1970 sont traités plus libéralement que les pertes ultérieures.)

Note concernant les «sociétés d'investissement réglementées»

La plupart des fonds d'investissement («sociétés d'investissement») bénéficient de dispositions particulières de la loi fiscale qui leur permettent d'être imposés de manière substantielle en tant que sociétés de personnes. Ainsi, s'ils réalisent des bénéfices de sécurité à long terme, ils peuvent les distribuer sous forme de «dividendes sur les gains en capital», qui sont déclarés par leurs actionnaires de la même manière que les gains à long terme. Ceux-ci portent un taux d'imposition inférieur à celui des dividendes ordinaires. Alternativement, une telle société peut choisir de payer la taxe de 25% pour le compte de ses actionnaires, puis conserver le solde des gains en capital sans les distribuer sous forme de dividendes sur les gains en capital.

3. Les bases de la fiscalité des investissements (mis à jour en 2003)

Intérêts et dividendes

Les intérêts et les dividendes sont imposés à votre taux d'imposition ordinaire, sauf (a) les intérêts reçus des obligations municipales, qui sont exonérés de l'impôt fédéral sur le revenu mais peuvent être soumis à l'impôt de l'État, (b) les dividendes représentant un remboursement de capital, et (c) les distributions de gains en capital à long terme versées par des fonds communs de placement (voir ci-dessous). Les obligations

municipales à activité privée, même au sein d'un fonds commun de placement, peuvent vous soumettre à l'impôt minimum fédéral de remplacement.

Gains et pertes en capital

Les gains et pertes en capital à court terme sont fusionnés pour obtenir un gain ou une perte en capital à court terme net. Les gains et les pertes en capital à long terme sont fusionnés pour déterminer votre gain ou perte en capital à long terme net. Si votre gain en capital net à court terme dépasse la perte en capital nette à long terme, cet excédent est compté comme un revenu ordinaire. S'il y a un gain en capital net à long terme, il est imposé au taux de gain en capital favorable, généralement de 20%, qui tombera à 18% pour les investissements achetés après le 31 décembre 2000 et détenus pendant plus de cinq ans.

Une perte en capital nette est déductible du revenu ordinaire jusqu'à un maximum de 3 000 $ pour l'année en cours. Toute perte en capital de plus de 3 000 $ peut être appliquée au cours des années d'imposition ultérieures pour compenser les gains en capital futurs.

Fonds communs de placement

En tant que «sociétés d'investissement réglementées», presque tous les OPC bénéficient de dispositions spéciales de la loi fiscale qui les exonèrent de l'impôt sur les sociétés. Après avoir vendu des avoirs à long terme, les OPC peuvent distribuer les bénéfices sous forme de «dividendes sur les gains en capital», que leurs actionnaires traitent comme des gains à long terme. Ceux-ci sont imposés à un taux inférieur (généralement 20%) aux dividendes ordinaires (jusqu'à 39%). Vous devriez généralement éviter de faire de nouveaux investissements importants au cours du quatrième trimestre de chaque année, lorsque ces distributions de gains en capital sont généralement distribuées; sinon, vous devrez payer de l'impôt pour un gain gagné par le fonds avant même que vous ne le possédiez.

4. La nouvelle spéculation sur les actions ordinaires [1]

Ce que j'aurai à dire reflétera les dépenses de nombreuses années à Wall Street, avec leurs variétés d'expérience. Cela a inclus l'avènement récurrent de nouvelles conditions, ou d'une nouvelle atmosphère, qui remettent en question la valeur de l'expérience elle-même. Il est vrai que l'un des éléments qui distinguent l'analyse économique, financière et sécuritaire des autres disciplines pratiques est la validité incertaine des phénomènes passés en tant que guide du présent et du futur. Pourtant,

nous n'avons pas le droit de rejeter les leçons du passé tant que nous ne les avons pas au moins étudiées et comprises. Mon discours d'aujourd'hui est un effort vers une telle compréhension dans un domaine limité - en particulier, un effort pour souligner certaines relations contrastées entre le présent et le passé dans nos attitudes sous-jacentes envers l'investissement et la spéculation sur les actions ordinaires.

Permettez-moi de commencer par un résumé de ma thèse. Dans le passé, les éléments spéculatifs d'une action ordinaire résidaient presque exclusivement dans l'entreprise elle-même; ils étaient dus à des incertitudes, à des éléments fluctuants ou à de véritables faiblesses dans l'industrie ou à la configuration individuelle de la société. Ces éléments de spéculation existent toujours, bien sûr; mais on peut dire qu'ils ont été sensiblement diminués par un certain nombre de développements à long terme auxquels je ferai référence. Mais pour se venger, un nouvel élément majeur de spéculation a été introduit dans l'arène des actions ordinaires en *dehors* des sociétés. Cela vient de l'attitude et du point de vue du public acheteur d'actions et de leurs conseillers, principalement des analystes de la sécurité américains. Cette attitude peut être décrite en une phrase: insister principalement sur les attentes futures.

Rien ne paraîtra plus logique et naturel à ce public que l'idée qu'une action ordinaire devrait être évaluée et évaluée principalement en fonction des performances futures attendues de l'entreprise. Pourtant, ce concept d'apparence simple comporte un certain nombre de paradoxes et d'embûches. D'une part, il efface une bonne partie des distinctions anciennes et bien établies entre l'investissement et la spéculation. Le dictionnaire dit que «spéculer» vient du latin «spécula», un guet. C'est donc le spéculateur qui a regardé et vu les développements futurs venir avant les autres. Mais aujourd'hui, si l'investisseur est perspicace ou bien avisé, il doit lui aussi avoir son regard sur l'avenir, ou plutôt il monte dans un belvédère commun où il côtoie le spéculateur.

Deuxièmement, nous constatons que, pour la plupart, les sociétés ayant les meilleures caractéristiques d'investissement - c'est-à-dire la meilleure cote de crédit - sont celles qui sont susceptibles d'attirer le plus grand intérêt spéculatif dans leurs actions ordinaires, car tout le monde suppose qu'elles sont garanties un brillant futur. Troisièmement, la notion de perspectives d’avenir, et en particulier de croissance continue dans le futur, invite à l’application de formules issues des mathématiques supérieures pour établir la valeur actuelle des enjeux privilégiés. Mais la combinaison de formules précises avec des hypothèses très imprécises peut être utilisée pour établir, ou plutôt pour justifier, pratiquement toute valeur que l'on

souhaite, aussi élevée soit-elle, pour un problème vraiment en suspens. Mais, paradoxalement, ce fait même, examiné de près, impliquera qu'aucune valeur, ou plage de valeurs raisonnablement étroite, ne peut être invoquée pour s'établir et se maintenir pour une société de croissance donnée; par conséquent, le marché peut parfois évaluer la composante croissance à un niveau étonnamment *bas* .

Revenant à ma distinction entre les éléments spéculatifs plus anciens et plus récents dans le stock commun, nous pourrions les caractériser par deux mots bizarres mais pratiques, à savoir: endogène et exogène. Permettez-moi d'illustrer brièvement les actions ordinaires spéculatives d'antan, par opposition à un stock d'investissement, par certaines données relatives à American Can et Pennsylvania Railroad en 1911-1913. (Ceux-ci figurent dans Benjamin Graham et David L. Dodd, *Security Analysis,* McGraw-Hill, 1940, pp. 2–3.)

Au cours de ces trois années, la fourchette de prix de «Pennsy» n'a évolué qu'entre 53 et 65, soit entre 12,2 et 15 fois son salaire moyen pour la période. Il a montré des bénéfices stables, payait un dividende fiable de 3 $, et les investisseurs étaient sûrs qu'il était soutenu par un niveau supérieur à 50 $ en actifs corporels. En revanche, le prix de l'American Can variait entre 9 et 47; son bénéfice entre 7 cents et 8,86 $; le rapport du prix au salaire moyen sur trois ans est passé de 1,9 à 10 fois; il n'a payé aucun dividende; et les investisseurs avertis étaient bien conscients que la valeur nominale de 100 $ du commun ne représentait rien d'autre que de l'eau non divulguée, car l'émission privilégiée dépassait les actifs corporels disponibles pour elle. Ainsi, American Can Common était une question spéculative représentative, car American Can Company était alors une entreprise à capital spéculatif dans une industrie fluctuante et incertaine. En fait, American Can avait un avenir à long terme beaucoup plus brillant que Pennsylvania Railroad; mais non seulement ce fait n'était pas suspecté par les investisseurs ou les spéculateurs à cette époque, mais même s'il l'avait été, il aurait probablement été mis de côté par les investisseurs comme étant fondamentalement sans rapport avec les politiques et programmes d'investissement dans les années 1911-1913.

Maintenant, pour vous exposer au développement dans le temps de l'importance des perspectives d'investissement à long terme. Je voudrais utiliser comme exemple notre entreprise industrielle géante la plus spectaculaire - nul autre qu'International Business Machines, qui est entré l'année dernière dans le petit groupe d'entreprises avec 1 milliard de dollars de ventes. Puis-je introduire ici une ou deux notes autobiographiques, afin d'injecter un peu de touche personnelle dans ce qui

serait autrement une excursion dans des figures froides? En 1912, j'avais quitté l'université pour un mandat afin de prendre en charge un projet de recherche pour US Express Company. Nous avons cherché à déterminer l'effet sur les revenus d'un nouveau système révolutionnaire proposé de calcul des tarifs express. À cette fin, nous avons utilisé les machines dites Hollerith, louées par la société de calcul-tabulation-enregistrement d'alors. Ils comprenaient des perforateurs de cartes, des trieurs de cartes et des tabulateurs - outils presque inconnus des hommes d'affaires à l'époque, et ayant leur principale application au Bureau du recensement. Je suis entré à Wall Street en 1914, et l'année suivante, les obligations et les actions ordinaires de C.-T.-R. La société était cotée à la Bourse de New York. Eh bien, j'avais une sorte d'intérêt sentimental pour cette entreprise, et en plus je me considérais comme une sorte d'expert technologique sur leurs produits, étant l'une des rares personnes financières à les avoir vues et utilisées. Donc, au début de 1916, je suis allé à la tête de mon entreprise, connue sous le nom de M. AN, et je lui ai fait remarquer que C.-T.-R. les actions se vendaient au milieu des années 40 (pour 105 000 actions); qu'il avait gagné 6,50 $ en 1915; que sa valeur comptable - y compris, bien sûr, certains actifs incorporels non séparés - était de 130 $; qu'il avait commencé un dividende de 3 $; et que je pensais plutôt aux produits et aux perspectives de l'entreprise. Monsieur AN m'a regardé avec pitié. «Ben», dit-il, «ne me parlez plus de cette entreprise. Je ne le toucherais pas avec un poteau de dix pieds. [Son expression préférée.] Ses obligations de 6% se vendent dans les années 80 et elles ne sont pas bonnes. Alors, comment le stock peut-il être bon? Tout le monde sait qu'il n'y a rien derrière cela que de l'eau. »(Glossaire: À cette époque, c'était l'ultime condamnation. Cela signifiait que le compte d'actif du bilan était fictif. De nombreuses entreprises industrielles, notamment US Steel, malgré leur parité de 100 $, ne représentait que de l'eau, dissimulée dans un compte d'usine écrit. Comme ils n'avaient «rien» pour les soutenir que le pouvoir de gagner et les perspectives d'avenir, aucun investisseur qui se respectait ne leur donnerait une seconde pensée.)

Je suis retourné dans la loge de mon statisticien, un jeune homme châtié. M. AN était non seulement expérimenté et couronné de succès, mais aussi extrêmement astucieux. J'ai été tellement impressionné par sa condamnation radicale de Computing-Tabulating-Recording que je n'en ai jamais acheté une part de ma vie, pas même après que son nom ait été changé en International Business Machines en 1926.

Jetons maintenant un coup d'œil à la même entreprise avec son nouveau nom en 1926, une année de marchés boursiers assez élevés. À ce moment-là, elle a révélé pour la première fois l'élément de bonne volonté

dans son bilan, pour une somme plutôt importante de 13,6 millions de dollars. AN avait raison. Presque chaque dollar de la soi-disant équité derrière le commun en 1915 n'avait été que de l'eau. Cependant, depuis ce temps, la société avait réalisé un record impressionnant sous la direction de TL Watson, Sr. Son filet était passé de 691 000 $ à 3,7 millions de dollars - plus de cinq fois - un gain en pourcentage plus élevé que pour une autre période de onze ans. . Il avait constitué une belle équité tangible pour le commun, et l'avait divisé 3,6 pour un. Il avait établi un taux de dividende de 3 $ pour le nouveau titre, tandis que le bénéfice y était de 6,39 $. Vous vous attendiez peut-être à ce que le marché boursier de 1926 soit assez enthousiaste à l'égard d'une entreprise avec un tel historique de croissance et une position commerciale si solide. Voyons. La fourchette de prix pour cette année était de 31 bas, 59 hauts. En moyenne, à 45, elle vendait au même multiplicateur 7 fois ses bénéfices et au même rendement de 6,7% qu'en 1915. À son plus bas de 31, elle ne dépassait pas de loin sa valeur comptable tangible, et à cet égard, le prix était beaucoup plus prudent que onze ans plus tôt.

Ces données illustrent, autant que possible, la persistance du point de vue de l'investissement à l'ancienne jusqu'aux années culminantes du marché haussier des années 1920. Ce qui s'est produit depuis lors peut être résumé en utilisant des intervalles de dix ans dans l'histoire d'IBM. En 1936, le net est passé à deux fois les chiffres de 1926 et le multiplicateur moyen est passé de 7 à 17½. De 1936 à 1946, le gain a été 2½ fois, mais le multiplicateur moyen en 1946 est resté à 17½. Puis le rythme s'est accéléré. Le filet de 1956 était près de 4 fois supérieur à celui de 1946 et le multiplicateur moyen est passé à 32½. L'année dernière, avec un nouveau gain net, le multiplicateur est remonté à une moyenne de 42, si l'on ne compte pas les capitaux propres non consolidés de la filiale étrangère.

Lorsque nous examinons ces récents prix avec soin, nous voyons des analogies et des contrastes intéressants avec ceux de quarante ans plus tôt. L'eau scandaleuse unique, si répandue dans les bilans des entreprises industrielles, a toutes été évincée - d'abord par la divulgation, puis par les radiations. Mais un autre type d'eau a été réintroduit dans l'évaluation par le marché boursier - par les investisseurs et les spéculateurs eux-mêmes. Lorsqu'IBM vend désormais 7 fois sa valeur comptable, au lieu de 7 fois ses bénéfices, l'effet est pratiquement le même que s'il n'avait aucune valeur comptable. Ou la petite partie de la valeur comptable peut être considérée comme une sorte de composante secondaire privilégiée du prix, le reste représentant exactement le même type d'engagement que le spéculateur d'autrefois a pris lorsqu'il a acheté Woolworth ou US Steel

Common entièrement pour leur la capacité de gain et les perspectives d’avenir.

Il convient de noter, en passant, qu'au cours des trente années qui ont vu la transformation d'IBM d'une entreprise à 7 fois plus de bénéfices à 40 fois, la plupart de ce que j'ai appelé les aspects spéculatifs endogènes de nos grandes entreprises industrielles ont eu tendance à disparaître , ou du moins de diminuer considérablement. Leurs positions financières sont fermes, leurs structures de capital conservatrices: elles sont gérées de manière beaucoup plus experte et encore plus honnête qu'auparavant. En outre, les exigences de divulgation complète ont supprimé l'un des éléments spéculatifs importants d'il y a des années - celui dérivé de l'ignorance et du mystère.

Une autre digression personnelle ici. Dans mes premières années dans la rue, l'une des actions mystères préférées était Consolidated Gas of New York, maintenant Consolidated Edison. Elle détenait en tant que filiale la rentable New York Edison Company, mais elle n'a déclaré que les dividendes reçus de cette source, et non ses bénéfices complets. Les revenus non déclarés d'Edison ont fourni le mystère et la «valeur cachée». À ma grande surprise, j'ai découvert que ces chiffres secrets étaient en fait déposés chaque année auprès de la Commission de la fonction publique de l'État. Il était simple de consulter les registres et de présenter le véritable bénéfice de Consolidated Gas dans un article de magazine. (Soit dit en passant, l'ajout aux bénéfices n'était pas spectaculaire.) Un de mes amis plus âgés m'a alors dit: «Ben, vous pensez peut-être que vous êtes un bon gars pour fournir ces chiffres manquants, mais Wall Street va vous remercier pour rien. Le gaz consolidé avec le mystère est à la fois plus intéressant et plus précieux que l'ancien mystère. Vous les jeunes qui voulez mettre le nez dans tout, vous allez ruiner Wall Street. »

Il est vrai que les trois M qui alimentaient alors tant de combustibles pour les incendies spéculatifs ont pratiquement disparu. Ce sont le mystère, la manipulation et les marges (minces). Mais nous, analystes de la sécurité, avons nous-mêmes créé des approches d'évaluation qui sont si spéculatives en elles-mêmes qu'elles remplacent assez bien ces anciens facteurs spéculatifs. N'avons-nous pas nos propres «3M» maintenant - nul autre que Minnesota Mining and Manufacturing Company - et ce stock commun n'illustre-t-il pas parfaitement la nouvelle spéculation en contraste avec l'ancienne? Prenons quelques chiffres. Lorsque MM & M. commun a vendu à 101 l'année dernière, le marché le valorisait à 44 fois le bénéfice de 1956, qui ne montrait aucune augmentation à proprement parler en 1957. L'entreprise elle-même était évaluée à 1,7 milliard de dollars, dont 200

millions étaient couverts par l'actif net et un frais de 1½ milliard de dollars représentaient l'appréciation du marché de la «bonne volonté». Nous ne connaissons pas le processus de calcul par lequel cette évaluation de la bonne volonté a été établie; nous savons que quelques mois plus tard, le marché a révisé à la baisse cette évaluation de quelque 450 millions de dollars, soit environ 30%. De toute évidence, il est impossible de calculer avec précision la composante intangible d'une entreprise splendide comme celle-ci. Il s'ensuit comme une sorte de loi mathématique que plus la bonne volonté ou le futur facteur de capacité de gain est important, plus la valeur réelle de l'entreprise est incertaine, et donc plus spéculative intrinsèquement les actions ordinaires.

Il est peut-être bon de reconnaître une différence vitale qui s'est développée dans l'évaluation de ces facteurs intangibles, lorsque nous comparons les temps antérieurs à aujourd'hui. Il y a une génération ou plus, c'était la règle standard, reconnue à la fois dans le cours moyen des actions et dans les évaluations formelles ou légales, que les actifs incorporels devaient être évalués sur une base plus prudente que les actifs corporels. Une bonne entreprise industrielle pourrait être tenue de gagner entre 6% et 8% sur ses actifs corporels, représentés généralement par des obligations et des actions privilégiées; mais ses excédents de revenus, ou les actifs incorporels auxquels ils ont donné lieu, seraient évalués, par exemple, sur une base de 15%. (Vous trouverez approximativement ces ratios dans l'offre initiale d'actions privilégiées et ordinaires de Woolworth en 1911, et dans de nombreuses autres.) Mais que s'est-il passé depuis les années 1920? Essentiellement, l'inverse exact de ces relations peut maintenant être vu. Une entreprise doit désormais généralement gagner environ 10% de ses actions ordinaires pour la vendre sur le marché moyen à sa valeur comptable. Mais ses excédents de revenus, supérieurs à 10% sur le capital, sont généralement évalués de manière plus libérale, ou à un multiplicateur plus élevé, que les gains de base nécessaires pour soutenir la valeur comptable sur le marché. Ainsi, une entreprise gagnant 15% des capitaux propres pourrait bien vendre 13½ fois ses bénéfices, soit le double de son actif net. Cela signifierait que les 10 premiers pour cent gagnés sur le capital sont évalués à seulement 10 fois, mais les 5 pour cent suivants - ce que l'on appelait auparavant «l'excédent» - sont en fait évalués à 20 fois.

Il y a maintenant une raison logique à ce renversement de la procédure d'évaluation, qui est liée à l'accent mis plus récemment sur les anticipations de croissance. Les entreprises qui obtiennent un rendement élevé sur le capital reçoivent ces évaluations libérales non seulement en raison de la bonne rentabilité elle-même et de la stabilité relative qui y est associée, mais peut-être encore plus de façon convaincante parce que les revenus

élevés du capital vont généralement de pair avec un bon record de croissance et perspectives. Ainsi, ce qui est vraiment payé de nos jours dans le cas des entreprises très rentables n'est pas la bonne volonté au sens ancien et restreint d'un nom établi et d'une entreprise rentable, mais plutôt leurs attentes supérieures supposées d'augmentation des bénéfices à l'avenir.

Cela m'amène à un ou deux aspects mathématiques supplémentaires de la nouvelle attitude à l'égard des évaluations des actions ordinaires, que j'aborderai simplement sous la forme de brèves suggestions. Si, comme de nombreux tests le montrent, le multiplicateur des gains a tendance à augmenter avec la rentabilité, c'est-à-dire à mesure que le taux de rendement de la valeur comptable augmente, la conséquence arithmétique de cette caractéristique est que la valeur a tendance à augmenter directement en tant que carré des gains, mais *inversement* la valeur comptable. Ainsi, dans un sens important et très réel, les actifs corporels sont devenus un frein à la valeur marchande moyenne plutôt qu'une source de celle-ci. Prenez une illustration loin d'être extrême. Si la société A gagne 4 $ par action sur une valeur comptable de 20 $, et la société B également 4 $ par action sur une valeur comptable de 100 $, la société A est presque certaine de vendre à un multiplicateur plus élevé, et donc à un prix plus élevé que la société B - disons 60 $ pour la société Actions A et 35 $ pour les actions de la société B. Ainsi, il ne serait pas inexact de déclarer que les 80 $ par action d’actifs plus importants pour la société B sont responsables de la baisse du prix du marché de 25 $ par action, car le bénéfice par action est supposé égal.

Mais plus important que ce qui précède est la relation générale entre les mathématiques et la nouvelle approche des valeurs boursières. Étant donné les trois éléments (a) des hypothèses optimistes quant au taux de croissance des bénéfices, (b) une projection suffisamment longue de cette croissance dans le futur, et (c) le fonctionnement miraculeux de l'intérêt composé - lo! l'analyste de la sécurité est fourni avec un nouveau type de pierre philosophale qui peut produire ou justifier toute évaluation souhaitée pour un très «bon stock». J'ai commenté dans un récent article du *Journal des analystes* sur la vogue des mathématiques supérieures dans les marchés haussiers, et a cité l'exposition de David Durand sur l'analogie frappante entre les calculs de valeur des stocks de croissance et le célèbre paradoxe de Pétersbourg, qui a mis au défi et embrouillé les mathématiciens pendant plus de deux cents ans. Le point que je veux faire valoir ici est qu'il existe un paradoxe particulier dans la relation entre les mathématiques et les attitudes d'investissement sur les actions ordinaires, à savoir: les mathématiques sont généralement considérées comme

produisant des résultats précis et fiables; mais en bourse, plus les mathématiques sont élaborées et abstraites, plus les conclusions que nous en tirons sont incertaines et spéculatives. En quarante-quatre ans d'expérience et d'étude à Wall Street, je n'ai jamais vu de calculs fiables sur la valeur des actions ordinaires ou des politiques d'investissement connexes, qui allaient au-delà de la simple arithmétique ou de l'algèbre la plus élémentaire. Chaque fois que le calcul est introduit, ou une algèbre supérieure, vous pouvez prendre cela comme un signal d'avertissement que l'opérateur tentait de substituer la théorie à l'expérience, et généralement aussi de donner à la spéculation le caractère trompeur de l'investissement.

Les anciennes idées d'investissement en actions ordinaires peuvent sembler assez naïves à l'analyste de sécurité sophistiqué d'aujourd'hui. L'accent était toujours mis sur ce que nous appelons maintenant les aspects défensifs de l'entreprise ou de l'émission - principalement l'assurance qu'elle continuerait de verser son dividende sans réduction dans les périodes difficiles. Ainsi, les chemins de fer solides, qui constituaient les communs d'investissement habituels il y a cinquante ans, étaient en fait considérés à peu près de la même manière que les communs d'utilité publique ces dernières années. Si le dossier antérieur indiquait la stabilité, l'exigence principale était satisfaite; pas trop d'efforts ont été faits pour anticiper à l'avenir des changements défavorables d'un caractère sous-jacent. Mais, à l'inverse, des perspectives d'avenir particulièrement favorables étaient considérées par les investisseurs avisés comme quelque chose à rechercher mais pas à payer.

En fait, cela signifiait que l'investisseur n'avait pas à payer quoi que ce soit de substantiel pour des perspectives à long terme supérieures. Il les a obtenus, pratiquement sans frais supplémentaires, en récompense de sa propre intelligence supérieure et de son jugement pour choisir les meilleures plutôt que les bonnes entreprises. Pour les actions ordinaires ayant la même solidité financière, le record de bénéfices passés et la stabilité des dividendes, tous se sont vendus à peu près au même rendement de dividende.

C'était en effet un point de vue à courte vue, mais il avait le grand avantage de rendre l'investissement en actions ordinaires dans le temps, non seulement simple mais aussi fondamentalement solide et très rentable. Permettez-moi de revenir pour la dernière fois sur une note personnelle. Quelque part vers 1920, notre entreprise a distribué une série de petites brochures intitulées *Lessons for Investors.* Bien sûr, il a fallu un analyste effronté dans la vingtaine comme moi pour décrocher un titre si suffisant et présomptueux. Mais dans l'un des journaux, j'ai fait la

déclaration occasionnelle que «si une action ordinaire est un bon investissement, c'est aussi une bonne spéculation». Car, raisonnai-je, si une action ordinaire était si solide qu'elle comportait très peu de risques de perte, elle doit normalement être suffisamment bon pour posséder d'excellentes chances de gains futurs. Maintenant, c'était une découverte parfaitement vraie et même valable, mais ce n'était vrai que parce que personne n'y prêtait attention. Quelques années plus tard, lorsque le public s'est réveillé aux mérites historiques des actions ordinaires en tant qu'investissements à long terme, ils ont rapidement cessé d'avoir un tel mérite, car l'enthousiasme du public a créé des niveaux de prix qui les ont privés de leur marge de sécurité intrinsèque, et donc les a chassés de la classe d'investissement. Puis, bien sûr, le pendule a basculé à l'autre extrême, et nous avons rapidement vu l'une des autorités les plus respectées déclarer (en 1931) qu'aucune action ordinaire ne pourrait *jamais* être un investissement.

Lorsque nous considérons cette expérience à long terme en perspective, nous trouvons un autre ensemble de paradoxes dans l'attitude changeante de l'investisseur à l'égard des gains en capital par opposition au revenu. Il semble étrange de dire que l'ancien investisseur en actions ordinaires n'était pas très intéressé par les gains en capital. Il a acheté presque entièrement pour la sécurité et le revenu, et a laissé le spéculateur se préoccuper de l'appréciation des prix. Aujourd'hui, nous sommes susceptibles de dire que plus l'investisseur est expérimenté et astucieux, moins il accorde d'attention aux rendements des dividendes et plus son intérêt se concentre sur l'appréciation à long terme. Pourtant, on pourrait soutenir, de façon perverse, que, précisément parce que l'investisseur ancien ne se concentrait pas sur l'appréciation future du capital, il se garantissait pratiquement qu'il l'aurait, du moins dans le domaine des valeurs industrielles. Et, inversement, l'investisseur d'aujourd'hui est tellement soucieux d'anticiper l'avenir qu'il le paie déjà largement à l'avance. Ainsi, ce qu'il a projeté avec tant d'étude et de soins peut effectivement se produire et ne pas lui apporter de profit. S'il ne se matérialise pas dans la mesure attendue, il peut en effet être confronté à une grave perte temporaire et peut-être même permanente.

Quelles *leçons - encore une* fois en utilisant le titre prétentieux de ma brochure de 1920 - l'analyste de 1958 peut-il tirer de ce lien entre le passé et les attitudes actuelles? Pas beaucoup de valeur, a-t-on tendance à dire. Nous pouvons regarder avec nostalgie le bon vieux temps où nous ne payions que pour le présent et pouvions obtenir l'avenir pour rien - une combinaison «tout cela et le ciel aussi». Secouant tristement la tête, nous murmurons: «Ces jours sont révolus pour toujours.» Les investisseurs et les

analystes de la sécurité n'ont-ils pas mangé de l'arbre de la connaissance des bonnes et des mauvaises perspectives? Ce faisant, ne se sont-ils pas définitivement expulsés de cet Eden où des stocks communs prometteurs à des prix raisonnables pouvaient être arrachés des buissons? Sommes-nous condamnés à courir le risque soit de payer des prix déraisonnablement élevés pour une bonne qualité et des perspectives, soit d'obtenir une mauvaise qualité et des perspectives lorsque nous payons ce qui semble être un prix raisonnable?

Il en va certainement ainsi. Pourtant, on ne peut même pas être sûr de ce dilemme pessimiste. Récemment, j'ai fait une petite recherche dans l'histoire à long terme de cette entreprise imposante, General Electric, stimulée par le tableau saisissant de cinquante-neuf ans de bénéfices et de dividendes apparaissant dans leur rapport de 1957 récemment publié. Ces chiffres ne sont pas sans surprise pour l'analyste averti. D'une part, ils montrent qu'avant 1947 la croissance de GE était assez modeste et assez irrégulière. Le bénéfice par action de 1946, ajusté par action, n'était que de 30% supérieur à celui de 1902 - 52 cents contre 40 cents - et en aucune année de cette période le bénéfice de 1902 n'a été autant que doublé. Pourtant, le rapport cours-bénéfice est passé de 9 fois en 1910 et 1916 à 29 fois en 1936 et de nouveau en 1946. On pourrait dire, bien sûr, que le multiplicateur de 1946 a au moins montré la prescience bien connue des investisseurs avisés. Nous, les analystes, avons pu prévoir la période de croissance vraiment brillante qui se profilait au cours de la prochaine décennie. Peut-être. Mais certains d'entre vous se souviennent que l'année suivante, 1947, qui a établi un nouveau sommet impressionnant pour le bénéfice par action de GE, a également été marquée par une baisse extraordinaire du rapport cours / bénéfice. À son plus bas de 32 (avant la division 3 pour 1), GE a en fait vendu à nouveau à seulement 9 fois ses bénéfices actuels et son prix moyen pour l'année n'était que d'environ 10 fois ses bénéfices. Notre boule de cristal s'est certainement assombrie en l'espace de douze mois.

Ce renversement frappant a eu lieu il y a seulement onze ans. Cela jette un peu de doute dans mon esprit quant à la fiabilité totale de la croyance populaire parmi les analystes selon laquelle les sociétés éminentes et prometteuses vendront désormais toujours à des ratios cours / bénéfices élevés - qu'il s'agit d'un fait fondamental pour les investisseurs et qu'ils peuvent aussi bien l'accepter et l'aimer. Je n'ai aucune envie d'être dogmatique sur ce point. Tout ce que je peux dire, c'est que ce n'est pas réglé dans mon esprit, et chacun de vous doit chercher à le régler par vous-même.

Mais dans mes remarques finales, je peux dire quelque chose de précis sur la structure du marché pour divers types d'actions ordinaires, en termes de leurs caractéristiques d'investissement et spéculatives. Autrefois, le caractère d'investissement d'une action ordinaire était plus ou moins identique à celui de l'entreprise elle-même, ou proportionné à celui-ci, comme le montre très bien sa cote de crédit. Plus le rendement de ses obligations ou de ses actions privilégiées était bas, plus il était probable que le commun remplisse tous les critères d'un investissement satisfaisant et plus la spéculation impliquée dans son achat était faible. Cette relation, entre le classement spéculatif du commun et la note d'investissement de l'entreprise, pourrait être exprimée graphiquement à peu près comme une ligne droite descendant de gauche à droite. Mais de nos jours, je décrirais le graphique en forme de U. À gauche, où l'entreprise elle-même est spéculative et son crédit bas, l'action ordinaire est bien sûr hautement spéculative, comme elle l'a toujours été par le passé. À l'extrémité droite, cependant, où la société a la cote de crédit la plus élevée parce que ses antécédents et ses perspectives d'avenir sont les plus impressionnants, nous constatons que le marché boursier a tendance à introduire plus ou moins continuellement un élément hautement spéculatif dans les actions ordinaires moyen simple d'un prix si élevé qu'il comporte un degré de risque assez élevé.

À ce stade, je ne peux m'empêcher d'introduire une citation étonnamment pertinente, bien qu'exagérée, sur le sujet que j'ai trouvée récemment dans l'un des sonnets de Shakespeare. Ça lit:

N'ai-je pas vu des habitants en forme et en faveur

Vous perdez tout en payant trop de loyer?

Pour en revenir à mon graphique imaginaire, ce serait la zone centrale où l'élément spéculatif dans les achats d'actions ordinaires tendrait à atteindre son minimum. Dans ce domaine, nous pourrions trouver de nombreuses entreprises bien établies et solides, avec un record de croissance passée correspondant à celle de l'économie nationale et avec des perspectives futures apparemment du même caractère. Ces actions ordinaires pourraient être achetées la plupart du temps, sauf dans les fourchettes supérieures d'un marché haussier, à des prix modérés par rapport à leurs valeurs intrinsèques indiquées. En fait, en raison de la tendance actuelle des investisseurs et des spéculateurs à se concentrer sur des questions plus glamour, je dois risquer l'affirmation selon laquelle ces actions intermédiaires ont tendance à se vendre dans l'ensemble plutôt en dessous de leurs valeurs déterminables indépendamment. Ils ont ainsi un

facteur de marge de sécurité fourni par les mêmes préférences et préjugés du marché qui tendent à détruire la marge de sécurité dans les questions les plus prometteuses. En outre, dans ce large éventail d'entreprises, il y a beaucoup de place pour une analyse approfondie des antécédents et pour un choix discriminatoire dans le domaine des perspectives futures, auquel s'ajoute l'assurance plus élevée de sécurité conférée par la diversification.

Lorsque Phaëthon a insisté pour conduire le char du Soleil, son père, l'opérateur expérimenté, a donné au néophyte quelques conseils que ce dernier n'a pas suivis - à ses dépens. Ovide a résumé le conseil de Phoebus Apollo en trois mots:

Medius tutissimus ibis

Vous irez le plus en sécurité au milieu

Je pense que ce principe est valable pour les investisseurs et leurs conseillers en sécurité.

5. Une histoire de cas: Aetna Maintenance Co.

La première partie de cette histoire est reproduite à partir de notre édition de 1965, où elle est apparue sous le titre «Un exemple horrible». La deuxième partie résume la métamorphose ultérieure de l'entreprise.

Nous pensons que cela pourrait avoir un effet salutaire sur l'attitude future de nos lecteurs à l'égard des nouvelles offres d'actions ordinaires si nous citions un «horrible exemple» ici en détail. Il est tiré de la première page du *Guide des actions* Standard & Poor's et illustre de manière extrême les faiblesses flagrantes des flottations de 1960-1962, les surévaluations extraordinaires qui leur ont été accordées sur le marché et l'effondrement qui a suivi.

En novembre 1961, 154 000 actions ordinaires d'Aetna Maintenance Co. ont été vendues au public à 9 $ et le prix est rapidement passé à 15 $. Avant le financement, l'actif net par action était d'environ 1,20 $, mais il a été porté à un peu plus de 3 $ par action par l'argent reçu pour les nouvelles actions.

Les ventes et les bénéfices avant le financement étaient:

Les chiffres correspondants après le financement étaient:

Juin 1963	4 681 000 $	42 000 $ (déf.)	0,11 $ (par déf.)
Juin 1962	4 234 000	149 000	0,36

En 1962, le prix est tombé à 2 2/3, et en 1964, il s'est vendu aussi bas que 7/8. Aucun dividende n'a été versé durant cette période.

C OMMENT : C'était une entreprise beaucoup trop petite pour la participation du public. Le stock a été vendu - et acheté - sur la base d' *une bonne année;* les résultats précédemment étaient dérisoires. Il n'y avait rien dans la nature de cette entreprise hautement compétitive pour assurer la stabilité future. Au prix élevé peu de temps après l'émission, le public insouciant payait beaucoup plus par dollar de bénéfices et d'actifs que pour la plupart de nos grandes et solides sociétés. Cet exemple est certes extrême, mais il est loin d'être unique; les cas de surévaluations moindres mais inexcusables se comptent par centaines.

Suite 1965-1970

En 1965, de nouveaux intérêts sont entrés dans l'entreprise. L'activité non rentable de maintenance des bâtiments a été vendue et la société s'est lancée dans une toute autre entreprise: fabriquer des appareils électroniques. Le nom a été changé pour Haydon Switch and Instrument Co. Les résultats financiers n'ont pas été impressionnants. Au cours des cinq années 1965 à 1969, l'entreprise a affiché un bénéfice moyen de seulement 8 cents par action des «anciens stocks», avec 34 cents gagnés au cours de la meilleure année, 1967. Cependant, dans le plus pur style moderne, l'entreprise a divisé les actions 2 pour 1 en 1968. Le prix du marché était également conforme à la forme de Wall Street. Il est passé de 7/8 en 1964 à l'équivalent de 16½ en 1968 (après la scission). Le prix a maintenant dépassé le record établi dans les jours enthousiastes de 1961. Cette fois, la surévaluation a été bien pire qu'auparavant. Le titre se vendait maintenant à 52 fois le bénéfice de sa seule bonne année, et quelque 200 fois son bénéfice moyen. De plus, l'entreprise devait de nouveau signaler un déficit

l'année même où le nouveau prix élevé a été établi. L'année suivante, 1969, le prix de l'offre est tombé à 1 $.

Q UESTIONS : Les idiots qui ont payé 8 $ + pour ce titre en 1968 savaient-ils quoi que ce soit sur l'histoire précédente de l'entreprise, son bilan sur cinq ans, sa valeur d'actif (très petite)? Avaient-ils une idée du montant - ou plutôt du peu - qu'ils obtenaient pour leur argent? Se soucient-ils? Quelqu'un à Wall Street a-t-il une quelconque responsabilité dans la récurrence régulière de spéculations complètement insensées, scandaleusement répandues et inévitables sur ce type de véhicule?

6. Comptabilité fiscale pour l'acquisition par NVF des actions de Sharon Steel

1. NVF a acquis 88% des actions de Sharon en 1969, payant pour chaque action 70 $ en obligations NVF à 5%, échéant en 1994, et des bons de souscription pour acheter 1½ action de NVF à 22 $ par action. La valeur de marché initiale des obligations semble n'avoir été que de 43% du pair, tandis que les bons de souscription étaient cotés à 10 $ par action NVF concernée. Cela signifie que les détenteurs de Sharon n'ont obtenu que 30 $ d'obligations mais 15 $ de bons de souscription pour chaque action remise, soit un total de 45 $ par action. (Il s'agissait du prix moyen de Sharon en 1968, ainsi que de son cours de clôture pour l'année.) La valeur comptable de Sharon était de 60 $ par action. La différence entre cette valeur comptable et la valeur marchande des actions de Sharon s'élevait à environ 21 millions de dollars sur les 1 415 000 actions de Sharon acquises.

2. Le traitement comptable a été conçu pour accomplir trois choses: *(a)* Traiter l'émission des obligations comme équivalente à une «vente» de celles-ci à 43, donnant à la société une déduction annuelle des revenus pour amortissement de l'énorme escompte obligataire de 54 $ million. (En fait, elle se facturerait environ 15% d'intérêt annuel sur le «produit» de l'émission de débentures de 99 millions de dollars.) *B)* Pour compenser cette commission d'actualisation des obligations par un «bénéfice» à peu près égal, consistant en un crédit au revenu de un dixième de la différence entre le prix de revient de 45 pour l'action Sharon et sa valeur comptable de 60. (Cela correspondrait, à l'inverse, à la pratique requise d' *imposer* chaque année un revenu avec une partie du prix payé pour les acquisitions en *excès* de la valeur comptable des actifs acquis.) *(c)* la beauté de cet arrangement serait que la compagnie pourrait économiser initialement d' environ 900 000 $ par an, soit 1 $ par action, en impôts sur le revenu de ces deux entrées annuelles, parce que l'amortissement de l'escompte sur obligations pourrait être déduit du

revenu imposable, mais l'amortissement de «l'excédent des capitaux propres sur le coût» ne devait pas être inclus dans le revenu imposable.

3. Ce traitement comptable se reflète à la fois dans le compte de résultat consolidé et dans le bilan consolidé de NVF pour 1969, et pro forma pour 1968. Puisqu'une bonne partie du coût des actions Sharon devait être traitée comme payée par les warrants, elle était nécessaire pour montrer la valeur de marché initiale des bons de souscription dans le cadre du capital social. Ainsi, dans ce cas, comme dans aucun autre que nous connaissons, les bons de souscription se sont vu attribuer une valeur substantielle au bilan, soit 22 millions de dollars + (mais uniquement dans une note explicative).

7. Les entreprises technologiques comme investissements

Dans les services de Standard & Poor's au milieu de 1971, il y avait environ 200 sociétés dont le nom commençait par Compu-, Data, Electro-, Scien-, Techno-. Environ la moitié d'entre eux appartenaient à une partie de l'industrie informatique. Tous étaient échangés sur le marché ou avaient fait des demandes de vente d'actions au public.

Au total, 46 sociétés de ce type figuraient dans le S&P *Stock Guide* pour septembre 1971. Sur ce nombre, 26 déclaraient des déficits, six seulement gagnaient plus de 1 $ par action et seulement cinq versaient des dividendes.

Dans le *Stock Guide de* décembre 1968, 45 entreprises avaient des noms technologiques similaires. En retraçant la suite de cette liste, comme indiqué dans le *Guide de* septembre 1971 *,* nous trouvons les développements suivants:

C OMMENTATION : Il est pratiquement certain que les nombreuses entreprises technologiques non incluses dans le *Guide* en 1968 avaient un bilan subséquent moins bon que celles qui étaient incluses; aussi que les 12 sociétés retirées de la liste ont fait pire que celles qui ont été retenues. Les résultats déchirants montrés par ces échantillons sont sans aucun doute raisonnablement indicatifs de la qualité et de l'historique des prix de l'ensemble du groupe de problèmes «technologiques». Le succès phénoménal d'IBM et de quelques autres sociétés devait produire une série

d'offres publiques de nouvelles émissions dans leurs domaines, pour lesquelles des pertes importantes étaient pratiquement garanties.

Notes de fin

Introduction: ce que ce livre attend d'accomplir

1. Le «stock de lettres» est un stock non enregistré à la vente auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC) et pour lequel l'acheteur fournit une lettre indiquant que l'achat était destiné à l'investissement.

2. Ce qui précède sont les chiffres de Moody's pour les obligations AAA et les actions industrielles.

Chapitre 1. Investissement versus spéculation: des résultats attendus par l'investisseur intelligent

1. Benjamin Graham, David L. Dodd, Sidney Cottle et Charles Tatham, McGraw-Hill, 4e. ed., 1962. Une copie fascinante de l'édition de 1934 de *Security Analysis a* été rééditée en 1996 (McGraw-Hill).

2. Ceci est cité par Lawrence Chamberlain, publié en 1931.

3. Dans une enquête réalisée par le Federal Reserve Board.

4. Édition 1965, p. 8.

5. Nous supposons ici une tranche d'imposition supérieure pour l'investisseur type de 40% applicable aux dividendes et de 20% applicable aux gains en capital.

Chapitre 2. L'investisseur et l'inflation

1. Cela a été écrit avant le «gel» des prix et des salaires du président Nixon en août 1971, suivi de son système de contrôle «Phase 2». Ces développements importants semblent confirmer les vues exprimées ci-dessus.

2. Le taux gagné sur l'indice Standard & Poor's de 425 valeurs industrielles était d'environ 11½% sur la valeur des actifs, en partie grâce à l'inclusion du grand IBM très rentable, qui ne fait pas partie des émissions de DJIA 30.

3. Un graphique publié par American Telephone & Telegraph en 1971 indique que les tarifs facturés pour les services téléphoniques résidentiels étaient un peu moins élevés en 1970 qu'en 1960.

4. Rapporté dans le *Wall Street Journal,* octobre 1970.

Chapitre 3. Un siècle d'histoire boursière: le niveau des cours au début de 1972

1. Standard & Poor's et Dow Jones ont des moyennes distinctes pour les services publics et les sociétés de transport (principalement les chemins de fer). Depuis 1965, la Bourse de New York calcule un indice représentant le mouvement de toutes ses actions ordinaires cotées.

2. Réalisé par le Center for Research in Security Prices de l'Université de Chicago, grâce à une subvention de la Fondation Charles E. Merrill.

3. Cela a été écrit pour la première fois au début de 1971 avec le DJIA à 940. Le point de vue contraire généralement exprimé à Wall Street a été illustré par une étude détaillée qui a atteint une évaluation médiane de 1520 pour le DJIA en 1975. Cela correspondrait à une valeur actualisée de disons 1200 au milieu de 1971. En mars 1972, le DJIA était à nouveau à 940 après un déclin intermédiaire à 798. Encore une fois, Graham avait raison. L '«étude détaillée» qu'il mentionne était trop optimiste pendant une décennie entière: le Dow Jones Industrial Average n'a clôturé au-dessus de 1520 que le 13 décembre 1985!

Chapitre 4. Politique générale du portefeuille: l'investisseur défensif

1. Un rendement plus élevé en franchise d'impôt, avec une sécurité suffisante, peut être obtenu auprès d'un certain nouveau venu relatif parmi les inventions financières. Ils intéresseraient particulièrement l'investisseur entreprenant.

Chapitre 5. L'investisseur défensif et les actions ordinaires

1. Wilfred Funk, Inc., 1953.

2. Dans les approches mathématiques actuelles des décisions d'investissement, il est devenu courant de définir le «risque» en termes de variations de prix moyennes ou de «volatilité». Voir, par exemple, par Richard A. Brealey, The MIT Press, 1969. Nous trouvons cette utilisation du mot «risque» est plus nuisible qu'utile pour de bonnes décisions d'investissement, car elle met trop l'accent sur les fluctuations du marché.

3. Les 30 sociétés du DJIA respectaient cette norme en 1971.

Chapitre 6. Politique de portefeuille pour l'investisseur entreprenant: approche négative

1. En 1970, la route de Milwaukee a enregistré un important déficit. Il a suspendu le paiement des intérêts sur ses obligations à revenu et le prix de l'émission de 5% est tombé à 10.

2. Par exemple: Cities Service 6 $ privilégié en premier, ne versant pas de dividendes, vendu à seulement 15 $ en 1937 et à 27% en 1943, lorsque les accumulations avaient atteint 60 $ par action. En 1947, il a été retiré par échange de 196,50 $ de débentures à 3% pour chaque action, et il s'est vendu jusqu'à 186.

3. Une étude statistique approfondie menée sous la direction du Bureau national de recherche économique indique que tel a effectivement été le cas. Graham fait référence à W. Braddock Hickman, *Corporate Bond Quality and Investor Experience* (Princeton University Press, 1958). Le livre de Hickman a inspiré plus tard Michael Milken de Drexel Burnham Lambert pour offrir un financement à haut rendement massif aux entreprises avec des cotes de crédit inférieures à la livre sterling, contribuant à enflammer l'emprunt à effet de levier et l'engouement pour les OPA hostiles de la fin des années 1980.

4. Un échantillon représentatif de 41 émissions de ce type provenant de Standard & Poor's montre que cinq ont perdu 90% ou plus de leur prix élevé, 30 en ont perdu plus de la moitié et l'ensemble du groupe environ les deux tiers. Les nombreux éléments non répertoriés dans le rapport ont sans aucun doute connu un retrait plus important dans l'ensemble.

Chapitre 7. Politique de portefeuille pour l'investisseur entreprenant: le côté positif

1. Voir, par exemple, Lucile Tomlinson, et Sidney Cottle et WT Whitman, tous deux publiés en 1953.

2. Une entreprise ayant un dossier ordinaire ne peut, sans confondre le terme, être appelée une entreprise en croissance ou un «stock de croissance» simplement parce que son promoteur s'attend à ce qu'elle fasse mieux que la moyenne à l'avenir. C'est juste une «entreprise prometteuse». Graham fait un point subtil mais important: si la définition d'un titre de croissance est une entreprise qui prospérera à l'avenir, alors ce n'est pas du tout une définition, mais un vœu pieux. C'est comme appeler une équipe sportive «les champions» avant la fin de la saison. Ce vœu pieux persiste aujourd'hui; parmi les fonds communs de placement, les portefeuilles de «croissance» décrivent leurs avoirs comme des sociétés ayant un «potentiel de croissance supérieur à la moyenne» ou des «perspectives favorables de croissance des bénéfices». Une meilleure définition pourrait être des sociétés dont le bénéfice net par action a augmenté en moyenne annuelle d'au moins au moins 15% pendant au moins cinq ans consécutifs. (Répondre à cette définition dans le passé ne garantit pas qu'une entreprise la respectera à l'avenir.)

3. Voir le tableau 7-1.

4. Voici deux proverbes séculaires de Wall Street qui conseillent de telles ventes: «Aucun arbre ne pousse au ciel» et «Un taureau peut gagner de l'argent, un ours peut gagner de l'argent, mais un porc ne gagne jamais de l'argent».

5. Deux études sont disponibles. La première, réalisée par HG Schneider, l'un de nos étudiants, couvre les années 1917-1950 et a été publiée en juin 1951 dans la seconde. La seconde a été réalisée par Drexel Firestone, membre de la Bourse de New York, et couvre les années 1933-1969. . Les données sont données ici par leur aimable autorisation.

6. Voir p. 393–395, pour trois exemples de situations spéciales existant en 1971.

Chapitre 8. L'investisseur et les fluctuations du marché

1. Sauf, peut-être, dans les plans d'étalement des coûts en dollars commencés à un niveau de prix raisonnable.

2. Mais selon Robert M. Ross, spécialiste de la théorie de Dow, les deux derniers signaux d'achat, présentés en décembre 1966 et décembre 1970, étaient bien inférieurs aux arguments de vente précédents.

3. Les trois meilleures notes pour les obligations et les actions privilégiées sont Aaa, Aa et A, utilisées par Moody's, et AAA, AA, A par Standard & Poor's. Il y en a d'autres, en descendant vers D.

4. Cette idée a déjà été adoptée en Europe, par exemple par la société d'État italienne d'énergie électrique sur ses «billets à taux garanti garantis», due en 1980. En juin 1971, elle annonça à New York que le taux annuel de les intérêts versés à ce titre pour les six prochains mois seraient de 8 1/8%.

Un tel arrangement flexible a été incorporé dans les débentures de 7% à 8% de la Banque Toronto-Dominion, échéant en 1991, offertes en juin 1971. Les obligations paient 7% jusqu'en juillet 1976 et 8% par la suite, mais le porteur a l'option de recevoir son directeur en juillet 1976.

Chapitre 9. Investir dans des fonds d'investissement

1. Les frais d'acquisition sont universellement exprimés en pourcentage du prix de vente, ce qui inclut les frais, ce qui les fait apparaître plus bas que s'ils étaient appliqués à la valeur liquidative. Nous considérons cela comme un gadget de vente indigne de cette industrie respectable.

2. *The Money Managers,* par GE Kaplan et C. Welles, Random House, 1969.

3. Voir la définition de «papier à lettres» à la p. 579.

4. Titre d'un livre publié pour la première fois en 1852. Le volume décrivait la «bulle de la mer du Sud», la manie de la tulipe et d'autres frénésie spéculatives du passé. Il a été réimprimé par Bernard M. Baruch, peut-être le seul spéculateur à succès continu de ces derniers temps, en 1932. Cela fermait la porte de l'écurie après le vol du cheval. *Les délires populaires extraordinaires et la folie des foules de* Charles Mackay (Metro Books, New York, 2002) ont été publiés pour la première fois en 1841. Ni une lecture légère ni toujours strictement exacte, c'est un examen approfondi de la façon dont un grand nombre de personnes croient souvent des choses très stupides. - par exemple, que le fer peut être transmuté en or, que les démons se manifestent le plus souvent le vendredi soir et qu'il est possible de s'enrichir rapidement en bourse. Pour un compte rendu plus factuel, consultez *Devil Take the Hindmost d'* Edward Chancellor (Farrar, Straus & Giroux, New York, 1999); pour une version plus légère, essayez *Markets,*

Mobs et Mayhem de Robert Menschel *: Un regard moderne sur la folie des foules* (John Wiley & Sons, New York, 2002).

Chapitre 10. L'investisseur et ses conseillers

1. Les examens sont donnés par l'Institut des analystes financiers agréés, qui est une branche de la Fédération des analystes financiers. Cette dernière englobe désormais les sociétés constituantes de plus de 50 000 membres.

2. Le NYSE avait imposé des règles d'évaluation drastiques (appelées «coupes de cheveux») conçues pour minimiser ce danger, mais apparemment, elles n'ont pas aidé suffisamment.

3. Les nouvelles offres ne peuvent désormais être vendues qu'au moyen d'un prospectus établi conformément aux règles de la Securities and Exchange Commission. Ce document doit divulguer tous les faits pertinents concernant l'émission et l'émetteur, et il est tout à fait suffisant pour informer la nature exacte de la garantie qui lui a été offerte. Mais la très grande abondance des données requises rend généralement le prospectus d'une longueur prohibitive. Il est généralement admis que seul un faible pourcentage des achats de nouvelles émissions lisent attentivement le prospectus. Ainsi, ils agissent toujours principalement non pas sur leur propre jugement, mais sur celui de la maison qui leur vend le titre ou sur la recommandation du vendeur individuel ou du responsable de compte.

Chapitre 11. Analyse de la sécurité pour l'investisseur profane: approche générale

1. Notre manuel, par Benjamin Graham, David L. Dodd, Sidney Cottle et Charles Tatham (McGraw-Hill, 4e éd., 1962), conserve le titre initialement choisi en 1934, mais il couvre une grande partie de la portée de l'analyse financière .

2. Avec Charles McGolrick, Harper & Row, 1964, réédité par HarperBusiness, 1998.

3. Ces chiffres proviennent de Salomon Bros., une grande maison obligataire de New York.

4. Du moins pas par le grand nombre d'analystes et d'investisseurs en sécurité. Des analystes exceptionnels, qui peuvent dire à l'avance quelles

entreprises mériteront probablement une étude approfondie et auront les installations et la capacité de le faire, peuvent avoir un succès continu avec ce travail. Pour plus de détails sur une telle approche, voir Philip Fisher, Harper & Row, 1960.

5. À la p. 295 nous proposons une formule reliant les multiplicateurs au taux de croissance attendu.

6. Une partie du feu d'artifice dans le prix de Chrysler a sans aucun doute été inspirée par deux scissions de stocks deux pour un qui ont eu lieu au cours de la seule année 1963 - un phénomène sans précédent pour une grande entreprise. Au début des années 1980, sous Lee Iacocca, Chrysler a fait un triple tour, revenant du bord de la faillite pour devenir l'un des titres les plus performants d'Amérique. Cependant, identifier les managers qui peuvent mener de grands retours en entreprise n'est pas aussi simple qu'il y paraît. Quand Al Dunlap a repris Sunbeam Corp. en 1996 après avoir restructuré Scott Paper Co. (et fait grimper le prix de ses actions de 225% en 18 mois), Wall Street l'a salué comme étant peu à court de la seconde venue. Dunlap s'est avéré être un simulacre qui a utilisé une comptabilité incorrecte et de faux états financiers pour tromper les investisseurs de Sunbeam - y compris les gestionnaires de fonds vénérés Michael Price et Michael Steinhardt, qui l'avaient embauché. Pour une dissection approfondie de la carrière de Dunlap, voir John A.
Byrne, *Chainsaw* (HarperCollins, New York, 1999).

7. Il est à noter que nous ne suggérons pas que cette formule donne la «vraie valeur» d'un stock de croissance, mais seulement qu'elle se rapproche des résultats des calculs plus élaborés en vogue.

Chapitre 12. Éléments à considérer au sujet du bénéfice par action

1. Notre méthode recommandée pour gérer la dilution des bons de souscription est décrite ci-dessous. Nous préférons considérer la valeur marchande des bons de souscription comme un ajout au cours actuel du marché des actions ordinaires dans leur ensemble.

Chapitre 13. Comparaison de quatre sociétés cotées

1. En mars 1972, Emery a vendu 64 fois ses bénéfices de 1971!

Chapitre 14. Sélection de titres pour l'investisseur défensif

1. En raison de nombreux fractionnements d'actions, etc., au fil des ans, le prix moyen réel de la liste DJIA était d'environ 53 dollars par action au début de 1972.

2. En 1960, seules deux des 29 sociétés industrielles ne présentaient pas un actif courant égal au double du passif à court terme et deux seulement n'avaient pas un actif net courant supérieur à leur dette. En décembre 1970, le nombre dans chaque catégorie était passé de deux à douze.

3. Mais notons que leur action combinée sur le marché de décembre 1970 au début de 1972 a été moins bonne que celle du DJIA. Cela démontre une fois de plus qu'aucun système ou formule ne garantira des résultats de marché supérieurs. Nos exigences «garantissent» seulement que l'acheteur du portefeuille en a pour son argent.

4. En conséquence, nous devons exclure la majorité des stocks de gazoducs, car ces entreprises sont fortement liées. La justification de cette configuration est la structure sous-jacente des contrats d'achat qui «garantissent» le paiement des obligations; mais les considérations ici peuvent être trop compliquées pour les besoins d'un investisseur défensif.

Chapitre 15. Sélection de titres pour l'investisseur entreprenant

1. *Fonds communs de placement et autres investisseurs institutionnels: une nouvelle perspective,* I. Friend, M. Blume et J. Crockett, McGraw-Hill, 1970. Nous devons ajouter que les résultats de 1966 à 1970 de bon nombre des fonds que nous avons étudiés étaient quelque peu mieux que ceux du composite 500 Standard & Poor's et considérablement mieux que ceux du DJIA.

2. Note personnelle: Plusieurs années avant la pyrotechnie boursière dans cette entreprise, l'auteur était son «vice-président financier» au salaire princier de 3 000 $ par an. C'était alors vraiment dans le domaine des feux d'artifice. Au début de 1929, Graham est devenu vice-président financier d'Unexcelled Manufacturing Co., le plus grand producteur de feux d'artifice du pays. Unexcelled est devenu plus tard une entreprise chimique diversifiée et n'existe plus sous forme indépendante.

3. Le *Guide* ne montre pas de multiplicateurs supérieurs à 99. La plupart de ces différences seraient des bizarreries mathématiques, causées par des gains juste au-dessus du point zéro.

Chapitre 16. Emissions convertibles et warrants

1. Ce point est bien illustré par une offre de deux émissions de Ford Motor Finance Co. effectuées simultanément en novembre 1971. L'une était une obligation non convertible de 20 ans, rapportant 7½%. L'autre était une obligation à 25 ans, subordonnée à la première par ordre de réclamation et ne rapportant que 4½%; mais il a été converti en stock Ford Motor, contre son prix de 68½. Pour obtenir le privilège de conversion, l'acheteur a renoncé à 40% de ses revenus et a accepté un poste de créancier junior.

2. Il est à noter qu'à la fin de 1971, le Studebaker-Worthington commun s'est vendu à un prix aussi bas que 38 alors que le 5 $ préféré s'est vendu à environ 77 $. L'écart est ainsi passé de 2 à 20 points au cours de l'année, illustrant une fois de plus l'opportunité de tels commutateurs et aussi la tendance du marché boursier à négliger l'arithmétique. (Soit dit en passant, la petite prime des actions privilégiées par rapport aux actions ordinaires en décembre 1970 avait déjà été compensée par son dividende plus élevé.)

Chapitre 17. Quatre histoires de cas extrêmement instructives

1. Voir, par exemple, l'article «Six Flags at Half Mast», du Dr AJ Briloff, du 11 janvier 1971.

Chapitre 18. Comparaison de huit paires d'entreprises

1. Le lecteur se souviendra de la p. 434 ci-dessus, AAA Enterprises a tenté d'entrer dans cette entreprise, mais a rapidement échoué. Ici, Graham fait une observation profonde et paradoxale: plus une entreprise gagne d'argent, plus elle est susceptible de faire face à une nouvelle concurrence, car ses rendements élevés signalent si clairement qu'il est facile d'avoir de l'argent. La nouvelle concurrence entraînera à son tour une baisse des prix et une baisse des bénéfices. Ce point crucial a été ignoré par les acheteurs d'actions trop enthousiastes d'Internet, qui pensaient que les premiers gagnants conserveraient leur avantage indéfiniment.

Chapitre 19. Actionnaires et dirigeants: politique de dividende

1. Des études analytiques ont montré que, dans le cas typique, un dollar versé en dividendes avait jusqu'à quatre fois l'effet positif sur le prix du marché comme un dollar de bénéfices non distribués. Ce point a été bien illustré par le groupe d'utilité publique pendant un certain nombre

d'années avant 1950. Les émissions à faible versement se sont vendues à de faibles multiplicateurs de revenus, et se sont avérées être des achats particulièrement attractifs car leurs dividendes ont ensuite été avancés. Depuis 1950, les taux de versement ont été beaucoup plus uniformes pour l'industrie.

Chapitre 20. «Marge de sécurité» comme concept central d'investissement

1. Cet argument est soutenu par Paul Hallingby, Jr., «Opportunités spéculatives dans les bons de souscription d'actions», troisième trimestre de 1947.

Postscript

1. La véracité requiert l'admission que l'opération a failli aboutir parce que les partenaires voulaient avoir l'assurance que le prix d'achat serait couvert à 100% par la valeur des actifs. Un gain de marché futur de 300 millions de dollars ou plus a généré, par exemple, 50 000 $ d'éléments comptables. Par une stupide chance, ils ont obtenu ce sur quoi ils insistaient.

Annexes

1. Discours de Benjamin Graham avant le congrès annuel de la Fédération nationale des sociétés d'analystes financiers, mai 1958.

Remerciements de Jason Zweig

Ma sincère gratitude va à tous ceux qui m'ont aidé à mettre à jour le travail de Graham, notamment: Edwin Tan de HarperCollins, dont la vision et l'énergie pétillante ont mis le projet en lumière; Robert Safian, Denise Martin et Eric Gelman de *Money* Magazine, qui ont béni cette entreprise avec leur soutien enthousiaste, patient et inconditionnel; mon agent littéraire, l'inégalable John W. Wright; et l'infatigable Tara Kalwarski of *Money.* De superbes idées et lectures critiques sont venues de Theodore Aronson, Kevin Johnson, Martha Ortiz et du personnel d'Aronson + Johnson + Ortiz, LP; Peter L. Bernstein, président, Peter L. Bernstein Inc .; William Bernstein, conseillers efficaces aux frontières; John C. Bogle, fondateur du

Vanguard Group; Charles D. Ellis, associé fondateur, Greenwich Associates; et Laurence B. Siegel, directrice de la recherche sur les politiques d'investissement, la Fondation Ford. Je suis également reconnaissant à Warren Buffett; Nina Munk; le personnel infatigable du Time Inc. Business Information Research Centre; Martin Fridson, président-directeur général, FridsonVision LLC; Howard Schilit, président, Center for Financial Research & Analysis; Robert N. Veres, éditeur et éditeur, *Inside Information;* Daniel J. Fuss, Loomis Sayles & Co .; F. Barry Nelson, Advent Capital Management; le personnel du Museum of American Financial History; Brian Mattes et Gus Sauter, le groupe Vanguard; James Seidel, RIA Thomson; Camilla Altamura et Sean McLaughlin de Lipper Inc .; Alexa Auerbach d'Ibbotson Associates; Annette Larson de Morningstar; Jason Bram de la Federal Reserve Bank de New York; et un gestionnaire de fonds qui souhaite rester anonyme. Surtout, je remercie ma femme et mes filles, qui ont supporté le plus gros de mes mois de travail 24h / 24. Sans leur amour et leur patience indéfectibles, rien n'aurait été possible.

Note de l'éditeur: il est peu probable que les entrées de cet index, reprises textuellement de l'édition imprimée de ce titre, correspondent à la pagination du lecteur de logiciel d'un livre électronique donné. Ces entrées ne sont pas non plus liées par un lien hypertexte. Cependant, les entrées de cet index et d'autres termes peuvent être facilement localisées en utilisant la fonction de recherche de votre logiciel de lecture de livre électronique.

Indice

à propos des auteurs

BENJAMIN GRAHAM (1894-1976), le père de l'investissement de valeur, a été une source d'inspiration pour bon nombre des hommes d'affaires les plus prospères d'aujourd'hui. Il est également l'auteur de *Securities Analysis* et *The Interpretation of Financial Statements* .

JASON ZWEIG est rédacteur principal au magazine *Money* , chroniqueur invité chez *Time* et administrateur du Museum of American Financial

History. Ancien rédacteur en chef chez *Forbes* , il écrit sur l'investissement depuis 1987.

Visitez www.AuthorTracker.com pour des informations exclusives sur votre auteur HarperCollins préféré.

Crédits

Design de couverture par mucca design

droits d'auteur

Nous remercions chaleureusement la permission de réimprimer:

«Les superinvestisseurs de Graham-et-Doddsville», par Warren E. Buffett, du numéro d'automne 1984 de *Hermes* , Magazine of Columbia Business School. Reproduit avec la permission de *Hermes* , Magazines of Columbia Business School, copyright © 1984 The Trustees of Columbia University and Warren E. Buffett.

«Benjamin Graham», par Warren E. Buffett, tiré du numéro de novembre / décembre 1976 du *Financial Analyst Journal* . Reproduit avec la permission de la Financial Analysts Federation.

EPub © Edition JUIN 2003 eISBN: 9780061745171

10 9 8 7 6 5 4 3 2 1

À propos de l'éditeur

Australie

HarperCollins Publishers (Australie) Pty. Ltd.

25 Ryde Road (PO Box 321)

Pymble, NSW 2073, Australie

http://www.harpercollinsebooks.com.au

Canada

HarperCollins Canada

2, rue Bloor Est - 20e étage

Toronto, ON, M4W 1A8, Canada

http://www.harpercollinsebooks.ca

Nouvelle-Zélande

HarperCollins Publishers (New Zealand) Limited

PO Box 1

Auckland, Nouvelle-Zélande

http://www.harpercollinsebooks.co.nz

Royaume-Uni

HarperCollins Publishers Ltd.

77-85 Fulham Palace Road

Londres, W6 8JB, Royaume-Uni

http://www.harpercollinsebooks.co.uk

États Unis

HarperCollins Publishers Inc.

10, 53e rue Est

New York, NY 10022

http://www.harpercollinsebooks.com

[1] **Co-écrit avec David Dodd et publié pour la première fois en 1934.**

[2] **Les Grossbaums ont changé leur nom à Graham pendant la Première Guerre mondiale, lorsque les noms à consonance germanique étaient considérés avec suspicion.**

[3] **Graham-Newman Corp. était un fonds commun de placement à capital variable (voir chapitre 9) que Graham dirigeait en partenariat avec Jerome Newman, un investisseur qualifié à part entière. Pendant une grande partie de son histoire, le fonds a été fermé aux nouveaux investisseurs. Je suis reconnaissant à Walter Schloss d'avoir fourni des données essentielles à l'estimation des rendements de Graham-Newman. Le rendement annuel moyen de 20% que Graham cite dans son Postscript (p. 532) ne semble pas tenir compte des frais de gestion.**

[4] **Le texte reproduit ici est la quatrième édition révisée, mise à jour par Graham en 1971-1972 et initialement publiée en 1973.**

[*] **Les deux partenaires auxquels Graham fait référence timidement sont Jerome Newman et Benjamin Graham lui-même.**

[†] **Graham décrit la Government Employees Insurance Co., ou GEICO, dans laquelle lui et Newman ont acheté une participation de 50% en 1948, juste au moment où il a fini d'écrire *The Intelligent Investor.* Les 712 500 $ que Graham et Newman ont investis dans GEICO représentaient environ 25% de l'actif de leur fonds à l'époque. Graham a été membre du conseil d'administration de GEICO pendant de nombreuses années. Dans une belle tournure du destin, le plus grand élève de Graham, Warren Buffett, a fait un immense pari sur GEICO en 1976, date à laquelle le grand assureur avait glissé au bord de la faillite. Il s'est également avéré être l'un des meilleurs investissements de Buffett.**

[*] **En raison d'une technicité juridique, Graham et Newman ont été chargés par la Securities & Exchange Commission des États-Unis de «scinder» ou de distribuer la participation GEICO de Graham-Newman Corp. aux actionnaires du fonds. Un investisseur qui détenait 100 actions de Graham-Newman au début de 1948 (d'une valeur de 11 413**

$) et qui a ensuite conservé la distribution de GEICO aurait détenu 1,66 million de dollars en 1972. Les «sociétés affiliées plus tard organisées» de GEICO comprenaient Government Employees Financial Corp. et Criterion Insurance Co.

[1] L'anecdote de Graham est aussi un rappel puissant que ceux d' entre nous qui ne sont pas aussi brillant qu'il était doit toujours se diversifier pour se protéger contre le risque de mettre trop d' argent en un seul investissement. Lorsque Graham lui-même admet que GEICO a été un «coup de chance», c'est un signal que la plupart d'entre nous ne peuvent pas compter sur la possibilité de trouver une telle opportunité. Pour continuer à investir de la décomposition dans le jeu, vous devez vous diversifier.

[2] Dante Alighieri, *L'Enfer,* Canto XXVI, lignes 112–125, traduit par Jason Zweig.

[*] L'enquête que Graham cite a été menée pour la Fed par l'Université du Michigan et publiée dans le *Federal Reserve Bulletin,* juillet 1948. On a demandé aux gens: «Supposons qu'un homme décide de ne pas dépenser son argent. Il peut soit le placer dans une banque ou dans des obligations, soit l'investir. Selon vous, quelle serait la chose la plus sage à faire avec l'argent de nos jours - le mettre à la banque, acheter des obligations d'épargne avec lui, l'investir dans l'immobilier ou acheter des actions ordinaires avec lui? »Seulement 4% pensaient que les actions ordinaires offrirait un rendement «satisfaisant»; 26% le considéraient comme «non sûr» ou un «pari». De 1949 à 1958, le marché boursier a réalisé l'un de ses rendements les plus élevés sur 10 ans de l'histoire, avec une moyenne annuelle de 18,7%. Dans un écho fascinant de ce premier sondage de la Fed, un sondage réalisé par *BusinessWeek* à la fin de 2002 a révélé que seulement 24% des investisseurs étaient prêts à investir davantage dans leurs fonds communs de placement ou leurs portefeuilles d'actions, contre 47% trois ans plus tôt seulement.

[*] La spéculation est bénéfique à deux niveaux: premièrement, sans spéculation, de nouvelles sociétés non testées (comme Amazon.com ou, à une époque antérieure, Edison Electric Light Co.) ne pourraient jamais réunir les capitaux nécessaires à l'expansion. La chance séduisante et à long terme d'un gain énorme est la graisse qui lubrifie les machines de l'innovation. Deuxièmement, le risque est échangé (mais jamais éliminé) chaque fois qu'un titre est acheté ou vendu. L'acheteur achète le risque principal que ce stock

baisse. Pendant ce temps, le vendeur conserve un risque résiduel: la possibilité que le stock qu'il vient de vendre augmente!

‡ **Un compte sur marge vous permet d'acheter des actions en utilisant de l'argent que vous empruntez à la firme de courtage. En investissant avec de l'argent emprunté, vous gagnez plus lorsque vos actions augmentent, mais vous pouvez être anéanti lorsqu'elles baissent. La garantie du prêt correspond à la valeur des investissements dans votre compte. Vous devez donc verser plus d'argent si cette valeur tombe en dessous du montant que vous avez emprunté. Pour plus d'informations sur les comptes sur marge, voir www.sec.gov/investor/ pubs / margin.htm, www.sia.com/publications/pdf/MarginsA.pdf et www. nyse.com/pdfs/2001_factbook_09.pdf.**

* **Lisez à nouveau la phrase de Graham et notez ce que dit le plus grand des experts en investissement: l'avenir des prix des titres n'est jamais prévisible. Et pendant que vous lisez dans le livre, notez comment tout ce que Graham vous dit d'autre est conçu pour vous aider à comprendre cette vérité. Comme vous ne pouvez pas prédire le comportement des marchés, vous devez apprendre à prédire et contrôler votre propre comportement.**

* **Dans quelle mesure les prévisions de Graham se sont-elles déroulées? À première vue, il semble très bien: du début de 1972 à la fin de 1981, les actions ont enregistré un rendement annuel moyen de 6,5%. (Graham n'a pas précisé la période de temps pour ses prévisions, mais il est plausible de supposer qu'il pensait à un horizon de 10 ans.) Cependant, l'inflation a fait rage à 8,6% par an au cours de cette période, absorbant tout le gain que les actions ont produit. . Dans cette section de son chapitre, Graham résume ce que l'on appelle «l'équation Gordon», qui soutient essentiellement que le rendement futur du marché boursier est la somme du rendement actuel du dividende plus la croissance attendue des bénéfices. Avec un rendement en dividendes d'un peu moins de 2% au début de 2003 et une croissance des bénéfices à long terme d'environ 2%, plus une inflation légèrement supérieure à 2%, un rendement annuel moyen futur d'environ 6% est plausible. (Voir le commentaire du chapitre 3.)**

* **Depuis 1997, lorsque les bons du Trésor protégés contre l'inflation (ou TIPS) ont été introduits, les actions ne sont plus le choix automatiquement supérieur pour les investisseurs qui s'attendent à ce que l'inflation augmente. Les CONSEILS, contrairement aux autres**

obligations, augmentent en valeur si l'indice des prix à la consommation augmente, immunisant efficacement l'investisseur contre la perte d'argent après l'inflation. Les actions ne sont pas assorties d'une telle garantie et constituent en fait une couverture relativement médiocre contre des taux d'inflation élevés. (Pour plus de détails, voir le commentaire du chapitre 2.)

*** Aujourd'hui, les alternatives les plus largement disponibles au Dow Jones Industrial Average sont l'indice Standard & Poor's 500-stock (le «S & P») et l'indice Wilshire 5000. Le S&P se concentre sur 500 grandes sociétés bien connues qui représentent environ 70% de la valeur totale du marché boursier américain. Le Wilshire 5000 suit les rendements de presque toutes les actions importantes cotées en bourse en Amérique, environ 6 700 en tout; mais, puisque les plus grandes sociétés représentent la majeure partie de la valeur totale de l'indice, le rendement du Wilshire 5000 est généralement assez similaire à celui du S & P 500. Plusieurs fonds communs de placement à faible coût permettent aux investisseurs de détenir les actions de ces index comme un portefeuille unique et pratique. (Voir chapitre 9.)**

*** Voir pages 363–366 et pages 376–380.**

‡ Pour plus de détails, voir le chapitre 6.

*** Pour plus de conseils sur les «fonds d'investissement bien établis», voir le chapitre 9. «L'administration professionnelle» par «une société de conseil en investissement reconnue» est discutée au chapitre 10. «La moyenne des coûts en dollars» est expliquée au chapitre 5.**

*** Voir le chapitre 8.**

*** En «vendant à découvert» (ou «à découvert») une action, vous pariez que le cours de son action va baisser, pas augmenter. La vente à découvert est un processus en trois étapes: premièrement, vous empruntez des actions à quelqu'un qui en est propriétaire; vous vendez immédiatement les actions empruntées; enfin, vous les remplacez par des actions que vous achetez plus tard. Si le stock baisse, vous pourrez acheter vos actions de remplacement à un prix inférieur. La différence entre le prix auquel vous avez vendu vos actions empruntées et le prix que vous avez payé pour les actions de remplacement est votre profit brut (diminué des dividendes ou des intérêts débiteurs, ainsi que des frais de courtage). Cependant, si le cours augmente au lieu de baisser, votre perte potentielle est illimitée,**

ce qui rend les ventes à découvert spéculatives inacceptables pour la plupart des investisseurs individuels.

‡ À la fin des années 1980, alors que les rachats d'entreprises hostiles et les rachats par effet de levier se multipliaient, Wall Street a mis en place des bureaux d'arbitrage institutionnels pour profiter de toute erreur dans la tarification de ces transactions complexes. Ils sont devenus si bons dans ce domaine que les profits faciles ont disparu et bon nombre de ces bureaux ont été fermés. Bien que Graham en discute à nouveau (voir pp. 174-175), ce type de commerce n'est plus réalisable ou approprié pour la plupart des gens, car seuls les échanges de plusieurs millions de dollars sont suffisamment importants pour générer des profits valables. Les particuliers et les institutions riches peuvent utiliser cette stratégie par le biais de fonds spéculatifs spécialisés dans les fusions ou l'arbitrage «événementiel».

*** La famille Rothschild, dirigée par Nathan Mayer Rothschild, était la puissance dominante de la banque d'investissement et du courtage en Europe au XIXe siècle. Pour une histoire brillante, voir Niall Ferguson, *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798–1848* (Viking, 1998).**

1 Graham va encore plus loin, étoffant chacun des termes clés de sa définition: «analyse approfondie» signifie «l'étude des faits à la lumière des normes établies de sécurité et de valeur» tandis que «sécurité du principal» signifie «protection contre la perte». dans toutes les conditions ou variations normales ou raisonnablement probables »et« adéquat »(ou« satisfaisant »), le rendement désigne« tout taux ou montant de rendement, aussi faible soit-il, que l'investisseur est disposé à accepter, à condition qu'il agisse avec une intelligence raisonnable ». (*Security Analysis,* 1934 éd., P. 55-56).

2 *Security Analysis,* 1934 éd., P. 310.

3 Comme Graham l'a conseillé dans une interview: «Demandez-vous: s'il n'y avait pas de marché pour ces actions, serais-je prêt à investir dans cette société à ces conditions?» (*Forbes,* 1er janvier 1972, p. 90.)

4 Source: Steve Galbraith, rapport de recherche de Sanford C. Bernstein & Co., 10 janvier 2000. Les actions de ce tableau ont enregistré un rendement moyen de 1196,4% en 1999. Elles ont perdu en moyenne 79,1% en 2000, 35,5% en 2001. et 44,5% en 2002 - détruisant tous les gains de 1999, puis certains.

[5] **Au lieu de regarder les étoiles, Streisand aurait dû canaliser Graham. L'investisseur intelligent ne vide jamais une action uniquement parce que le cours de son action a chuté; elle demande toujours d'abord si la valeur des activités sous-jacentes de l'entreprise a changé.**

[6] **À peine 12 mois plus tard, les actions de Juno étaient tombées à 1,093 $.**

[7] **Un symbole boursier est une abréviation, généralement d'une à quatre lettres, du nom d'une société utilisée comme raccourci pour identifier une action à des fins de transaction.**

[8] **Cela n'a pas été un incident isolé; à au moins trois autres occasions à la fin des années 1990, les day traders ont envoyé la mauvaise action monter en flèche en confondant son symbole boursier avec celui d'une société Internet nouvellement créée.**

[9] **En 2000 et 2001, Amazon.com et Qualcomm ont perdu un total cumulé de 85,8% et 71,3% de leur valeur, respectivement.**

[10] **Schwert discute ces résultats dans un brillant document de recherche, «Anomalies and Market Efficiency», disponible sur http://schwert.ssb.rochester.edu/papers.htm.**

[11] **Voir le commentaire 54 du groupe Plexus, «Les icebergs officiels des coûts de transaction», janvier 1998, à l'adresse www.plexusgroup.com/fs_research.html.**

[12] **James O'Shaughnessy, *What Works on Wall Street* (McGraw-Hill, 1996), p. Xvi, 273-295.**

[13] **Dans une ironie remarquable, les deux fonds O'Shaughnessy survivants (maintenant connus sous le nom de fonds Hennessy) ont commencé à bien fonctionner juste au moment où O'Shaughnessy a annoncé qu'il cédait la direction à une autre société. Les actionnaires des fonds étaient furieux. Dans un salon de discussion sur www.morningstar.com, l'un a énervé: «Je suppose que« à long terme »pour O'S est de 3 ans.... Je ressens ta douleur. Moi aussi, j'avais foi en la méthode d'O'S.... J'avais parlé à plusieurs amis et parents de ce fonds, et maintenant je suis heureux qu'ils n'aient pas suivi mes conseils. »**

[14] Voir Jason Zweig, «False Profits», *Money,* août 1999, p. 55-57. Une discussion approfondie sur The Foolish Four est également disponible sur www.investor home.com/fool.htm.

[*] La liste des sources de conseils en investissement reste aussi «diverse» qu'elle l'était lorsque Graham l'a écrit. Une enquête auprès des investisseurs menée fin 2002 pour la Securities Industry Association, un groupe commercial de Wall Street, a révélé que 17% des investisseurs dépendaient le plus des conseils d'investissement d'un conjoint ou d'un ami; 2% sur un banquier; 16% sur un courtier; 10% sur les périodiques financiers; et 24% sur un planificateur financier. La seule différence avec Graham, c'est que 8% des investisseurs dépendent désormais fortement d'Internet et 3% de la télévision financière. (Voir www.sia.com.)

[*] Le caractère des sociétés de conseil en investissement et des banques de fiducie n'a pas changé, mais aujourd'hui, elles n'offrent généralement pas leurs services aux investisseurs disposant de moins d'un million de dollars d'actifs financiers; dans certains cas, 5 millions de dollars ou plus sont nécessaires. Aujourd'hui, des milliers d'entreprises indépendantes de planification financière remplissent des fonctions très similaires, même si (comme le dit l'analyste Robert Veres) le fonds commun de placement a remplacé les actions de premier ordre car l'investissement de choix et la diversification ont remplacé la «qualité» comme norme de sécurité.

[*] Dans l'ensemble, Graham était un observateur aussi dur et cynique que Wall Street ne l'a jamais vu. Dans ce cas rare, cependant, il n'était pas assez cynique. Wall Street peut avoir des normes éthiques plus élevées que *certaines* entreprises (contrebande, prostitution, lobbying du Congrès et journalisme), mais le monde de l'investissement a néanmoins suffisamment de menteurs, de tricheurs et de voleurs pour garder les commis d'enregistrement de Satan frénétiquement occupés pendant des décennies à venir .

[‡] Les milliers de personnes qui ont acheté des actions à la fin des années 1990, croyant que les analystes de Wall Street fournissaient des conseils impartiaux et précieux, ont appris, de manière douloureuse, à quel point Graham a raison sur ce point.

[‡] ‡ Fait intéressant, cette critique cinglante, qui à son époque Graham s'adressait aux courtiers à service complet, a fini par s'appliquer aux courtiers Internet à escompte à la fin des années 1990. Ces entreprises ont dépensé des millions de dollars en publicité flashy, ce qui a poussé

leurs clients à faire du trading plus et plus rapidement. La plupart de ces clients ont fini par cueillir leurs propres poches, au lieu de payer quelqu'un d'autre pour le faire pour eux - et les commissions bon marché sur ce type de transaction sont une mauvaise consolation pour le résultat. Entre-temps, les sociétés de courtage plus traditionnelles ont commencé à mettre l'accent sur la planification financière et la «gestion intégrée des actifs», au lieu de rémunérer leurs courtiers uniquement en fonction du nombre de commissions qu'elles pouvaient générer.

* **Cela reste vrai, bien que bon nombre des meilleurs analystes de Wall Street détiennent le titre d'analyste financier agréé. La certification CFA est décernée par l'Association of Investment Management & Research (anciennement la Financial Analysts Federation) seulement après que le candidat a terminé des années d'études rigoureuses et réussi une série d'examens difficiles. Plus de 50 000 analystes dans le monde ont été certifiés CFA. Malheureusement, un récent sondage du professeur Stanley Block a révélé que la plupart des CFA ignorent les enseignements de Graham: le potentiel de croissance est supérieur à la qualité des revenus, des risques et de la politique de dividendes pour déterminer les ratios P / E, tandis que beaucoup plus d'analystes basent leurs notes d'achat sur le prix récent que sur les perspectives à long terme de l'entreprise. Voir Stanley Block, «A Study of Financial Analysts: Practice and Theory»,** ***Financial Analysts Journal,*** **juillet / août 1999, à www.aimrpubs.org. Comme Graham aimait à le dire, ses propres livres ont été lus par - et ignorés par - plus de gens que tout autre livre de finance.**

* **Il est très inhabituel aujourd'hui qu'un analyste de la sécurité autorise de simples roturiers à le contacter directement. Pour la plupart, seule la noblesse des investisseurs institutionnels est autorisée à s'approcher du trône du tout puissant analyste de Wall Street. Un investisseur individuel pourrait, peut-être, avoir de la chance en appelant des analystes qui travaillent dans des sociétés de courtage «régionales» dont le siège social est situé à l'extérieur de New York. Le domaine des relations avec les investisseurs sur les sites Web de la plupart des sociétés cotées en bourse fournira une liste des analystes qui suivent l'action. Des sites Web comme www.zacks.com et www.multex.com offrent un accès aux rapports de recherche des analystes, mais l'investisseur intelligent ne doit pas oublier que la plupart des analystes n'analysent pas les entreprises. Au lieu de cela, ils se livrent à des conjectures sur les cours futurs des actions.**

‡ Benjamin Graham a été la principale force derrière la création du programme CFA, qu'il a préconisé pendant près de deux décennies avant qu'il ne devienne réalité.

*** Les deux entreprises que Graham avait en tête étaient probablement Du Pont, Glore, Forgan & Co. et Goodbody & Co. Du Pont (fondée par les héritiers de la fortune chimique) ont été sauvées de l'insolvabilité en 1970 seulement après que l'entrepreneur du Texas H. Ross Perot prêté plus de 50 millions de dollars à l'entreprise; Goodbody, la cinquième plus grande société de courtage aux États-Unis, aurait échoué à la fin des années 1970 si Merrill Lynch ne l'avait pas acquise. Hayden, Stone & Co. aurait également fait faillite si elle n'avait pas été acquise. En 1970, pas moins de sept sociétés de courtage ont fait faillite. L'histoire farfelue de la sur-expansion frénétique de Wall Street à la fin des années 1960 est magnifiquement racontée dans *The Go-Go Years de* John Brooks (John Wiley & Sons, New York, 1999).**

*** Presque toutes les transactions de courtage sont désormais effectuées par voie électronique et les titres ne sont plus physiquement «livrés». Grâce à la création de la Securities Investor Protection Corporation, ou SIPC, en 1970, les investisseurs sont généralement assurés de récupérer la valeur totale de leur compte si leur courtage l'entreprise devient insolvable. SIPC est un consortium de courtiers mandaté par le gouvernement; tous les membres conviennent de mettre en commun leurs actifs pour couvrir les pertes subies par les clients de toute entreprise devenue insolvable. La protection de SIPC élimine la nécessité pour les investisseurs d'effectuer le paiement et de prendre livraison par l'intermédiaire d'un intermédiaire bancaire, comme le préconise Graham.**

*** Ceux qui ont écouté les conseils de Graham n'auraient pas été poussés à acheter des introductions en bourse sur Internet en 1999 et 2000.**

‡ Ce rôle traditionnel des banquiers a été en grande partie supplanté par les comptables, les avocats ou les planificateurs financiers.

1 Pour une discussion particulièrement approfondie de ces questions, voir Walter Updegrave, «Advice on Advice», *Money,* janvier 2003, p. 53-55.

2 Si vous ne parvenez pas à obtenir une recommandation d'une personne de confiance, vous pourrez peut-être trouver un planificateur financier payant via www.napfa.org (ou www.feeonly.

Org), dont les membres sont généralement soumis à des normes élevées. de service et d'intégrité.

[3] En soi, une plainte d'un client ne suffit pas pour disqualifier un conseiller de votre considération; mais un modèle persistant de plaintes est. Et une action disciplinaire par les régulateurs étatiques ou fédéraux vous dit généralement de trouver un autre conseiller. Une autre source de vérification de l'enregistrement d'un courtier est http: //pdpi.nasdr. com / PDPI.

[4] Robert Veres, rédacteur en chef et éditeur du bulletin *Inside Information* , a généreusement partagé ces réponses pour ce livre. D'autres listes de contrôle des questions peuvent être trouvées sur www.cfp-board.org et www.napfa.org.

[5] Des titres de compétence comme le CFA, le CFP ou le CPA vous indiquent que le conseiller a suivi et réussi un programme d'études rigoureux. (La plupart des autres «soupes d'alphabet» de titres de compétences brandis par des planificateurs financiers, y compris le «CFM» ou le «CMFC», signifient très peu.) Plus important encore, en contactant l'organisation qui attribue les titres de compétences, vous pouvez vérifier son dossier et vérifier qu'il n'a pas été sanctionné pour violation des règles ou de l'éthique.

[6] Si vous avez moins de 100 000 $ à investir, il se peut que vous ne puissiez pas trouver de conseiller financier qui prendra votre compte. Dans ce cas, achetez un panier diversifié de fonds indiciels à faible coût, suivez les conseils de comportement tout au long de ce livre, et votre portefeuille devrait finalement atteindre le niveau auquel vous pouvez vous permettre un conseiller.

[*] La Fédération nationale des analystes financiers est désormais l'Association for Investment Management and Research; sa publication de recherche «trimestrielle», le *Financial Analysts Journal,* paraît maintenant tous les deux mois.

[*] Plus le taux de croissance que vous projetez est élevé et plus la période future sur laquelle vous le projetez est longue, plus votre prévision devient sensible à la moindre erreur. Si, par exemple, vous estimez qu'une entreprise gagnant 1 $ par action peut augmenter ce bénéfice de 15% par an au cours des 15 prochaines années, son bénéfice se chiffrerait à 8,14 $. Si le marché valorise l'entreprise à 35 fois ses bénéfices, le stock terminerait la période à environ 285 $. Mais si les bénéfices augmentent de 14% au lieu de 15%, l'entreprise

gagnerait 7,14 $ à la fin de la période - et, sous le choc de ce manque à gagner, les investisseurs ne seraient plus disposés à payer 35 fois les bénéfices. À, disons, 20 fois le bénéfice, le stock finirait par environ 140 $ par action, soit plus de 50% de moins. Parce que les mathématiques avancées donnent une apparence de précision au processus intrinsèquement incertain de prévoir l'avenir, les investisseurs doivent être très sceptiques à l'égard de quiconque prétend détenir une clé de calcul complexe pour les problèmes financiers de base. Comme le dit Graham: «En 44 ans d'expérience et d'étude à Wall Street, je n'ai jamais vu de calculs fiables sur les valeurs des actions ordinaires ou les politiques d'investissement connexes, qui allaient au-delà de la simple arithmétique ou de l'algèbre la plus élémentaire. Chaque fois que le calcul est introduit, ou une algèbre supérieure, vous pouvez prendre cela comme un signal d'avertissement que l'opérateur tentait de substituer la théorie à l'expérience, et généralement aussi de donner à la spéculation la forme trompeuse de l'investissement. »(Voir p. 570.)

* En 1972, un investisseur en obligations de sociétés n'avait d'autre choix que de constituer son propre portefeuille. Aujourd'hui, environ 500 fonds communs de placement investissent dans des obligations de sociétés, créant un ensemble pratique et bien diversifié de titres. Puisqu'il n'est pas possible de construire un portefeuille d'obligations diversifié par vous-même à moins que vous ayez au moins 100000 $, l'investisseur intelligent typique sera mieux en achetant simplement un fonds obligataire à faible coût et en laissant le travail minutieux de la recherche de crédit à ses gestionnaires. Pour en savoir plus sur les fonds obligataires, voir le commentaire du chapitre 4.

* Par «émissions d'actions juniors», Graham signifie des actions ordinaires. Les actions privilégiées sont considérées comme «de rang supérieur» aux actions ordinaires, car la société doit verser tous les dividendes sur les actions privilégiées avant de verser des dividendes sur les actions ordinaires.

* Après que les investisseurs eurent perdu des milliards de dollars sur les actions de sociétés de services publics assemblées de façon imprudente en 1929-1932, le Congrès a autorisé la SEC à réglementer l'émission de stocks de services publics en vertu de la Public Utility Holding Company Act de 1935.

[*] Au cours des dernières années, la plupart des fonds communs de placement ont presque imité de manière robotique l'indice Standard & Poor's 500-stock, de peur que des avoirs différents ne fassent dévier leurs rendements de ceux de l'indice. Dans une contre-tendance, certaines sociétés de fonds ont lancé ce qu'elles appellent des portefeuilles «concentrés», qui possèdent de 25 à 50 actions que les gestionnaires déclarent être leurs «meilleures idées». Cela laisse les investisseurs se demander si les autres fonds gérés par les mêmes gestionnaires contiennent leur les pires idées. Étant donné que la plupart des fonds de la «meilleure idée» ne surperforment pas nettement les moyennes, les investisseurs sont également en droit de se demander si les idées des gérants valent même la peine d'être en premier lieu. Pour des investisseurs incontestablement qualifiés comme Warren Buffett, une large diversification serait stupide, car elle affaiblirait la force concentrée de quelques bonnes idées. Mais pour le gestionnaire de fonds ou l'investisseur individuel typique, *ne pas se* diversifier est stupide, car il est si difficile de sélectionner un nombre limité d'actions qui incluront la plupart des gagnants et excluront la plupart des perdants. Au fur et à mesure que vous possédez plus de stocks, les dommages que tout perdant peut causer diminueront et les chances de posséder tous les grands gagnants augmenteront. Le choix idéal pour la plupart des investisseurs est un fonds indiciel boursier total, un moyen peu coûteux de détenir chaque action qui mérite d'être détenue.

[*] Le point soulevé par Graham au sujet des sociétés chimiques et pétrolières dans les années 1960 s'applique à presque toutes les industries dans presque toutes les périodes. La vision consensuelle de Wall Street sur l'avenir pour un secteur donné est généralement trop optimiste ou trop pessimiste. Pire encore, le consensus est le plus joyeux au moment où les actions sont les plus surestimées - et le plus sombre au moment où elles sont les moins chères. L'exemple le plus récent, bien sûr, est celui des valeurs technologiques et des télécommunications, qui ont atteint des niveaux record lorsque leur avenir semblait le plus prometteur en 1999 et au début de 2000, puis se sont effondrées tout au long de 2002. L'histoire prouve que les prévisionnistes «experts» de Wall Street sont également ineptes pour prédire la performance de 1) le marché dans son ensemble, 2) les secteurs industriels et 3) les stocks spécifiques. Comme le souligne Graham, les chances que les investisseurs individuels puissent faire mieux ne sont pas bonnes. L'investisseur intelligent excelle en prenant

des décisions qui ne dépendent pas de l'exactitude des prévisions de quiconque, y compris les siennes. (Voir le chapitre 8.)

[*] Ce chiffre, désormais connu sous le nom de «ratio de distribution des dividendes», a considérablement baissé depuis l'époque de Graham, la loi fiscale américaine dissuadant les investisseurs de rechercher des dividendes et les entreprises de les verser. À la fin de 2002, le taux de distribution s'élevait à 34,1% pour l'indice boursier S & P 500 et, aussi récemment qu'en avril 2000, il avait atteint un creux historique de seulement 25,3%. (Voir www.barra.com/ research / fundamentals.asp.) Nous discutons plus en détail de la politique de dividende dans le commentaire du chapitre 19.

[*] Pourquoi est-ce? Selon la «règle de 72», à 10% d'intérêt, un montant donné double en un peu plus de sept ans, tandis qu'à 7%, il double en un peu plus de 10 ans. Lorsque les taux d'intérêt sont élevés, le montant d'argent que vous devez mettre de côté aujourd'hui pour atteindre une valeur donnée à l'avenir est *plus faible,* car ces taux d'intérêt élevés lui permettront de croître plus rapidement. Ainsi, une hausse des taux d'intérêt aujourd'hui rend un flux futur de bénéfices ou de dividendes moins précieux, car l'alternative d'investir dans des obligations est devenue relativement plus attrayante.

[*] Idéalement, ces groupes industriels ne seraient pas trop dépendants de facteurs imprévisibles tels que la fluctuation des taux d'intérêt ou l'orientation future des prix des matières premières comme le pétrole ou les métaux. Les possibilités peuvent être des industries comme les jeux, les cosmétiques, les boissons alcoolisées, les maisons de soins infirmiers ou la gestion des déchets.

[1] Parce que si peu d'investisseurs individuels d'aujourd'hui achètent - ou devraient acheter - des obligations individuelles, nous limiterons cette discussion à l'analyse des actions. Pour en savoir plus sur les fonds obligataires, voir le commentaire du chapitre 4.

[2] Vous devriez également obtenir au moins un an de rapports trimestriels (sur le formulaire 10-Q). Par définition, nous supposons que vous êtes un investisseur «entreprenant» prêt à consacrer des efforts considérables à votre portefeuille. Si les étapes de ce chapitre vous semblent trop laborieuses, vous n'êtes pas, par nature, bien adapté pour choisir vos propres actions. Vous ne pouvez pas obtenir de manière fiable les résultats que vous imaginez à moins de faire le genre d'effort que nous décrivons.

[3] Vous pouvez généralement trouver des détails sur les acquisitions dans la section «Rapport de gestion» du formulaire 10-K; le recouper avec les notes de bas de page des états financiers. Pour en savoir plus sur les «acquéreurs en série», voir le commentaire du chapitre 12.

[4] Pour déterminer si une entreprise est une toxicomane OPM, lisez «État des flux de trésorerie» dans les états financiers. Cette page décompose les entrées et sorties de trésorerie de la société en «activités opérationnelles», «activités d'investissement» et «activités de financement». Si la trésorerie provenant des activités opérationnelles est constamment négative, tandis que la trésorerie provenant des activités de financement est toujours positive, la société a l'habitude de vouloir plus d'argent que ses propres entreprises peuvent en produire - et vous ne devriez pas rejoindre les «facilitateurs» de ces abus habituels. Pour en savoir plus sur Global Crossing, voir le commentaire du chapitre 12. Pour en savoir plus sur WorldCom, voir l'encadré dans le commentaire du chapitre 6.

[5] Pour plus d'informations sur les «douves», voir le livre classique *Competitive Strategy* du professeur Michael E. Porter de la Harvard Business School (Free Press, New York, 1998).

[6] Voir Cyrus A. Ramezani, Luc Soenen et Alan Jung, «Growth, Corporate Profitability, and Value Creation», *Financial Analysts Journal,* novembre / décembre 2002, pp. 56–67; également disponible sur http://cyrus.cob.calpoly.edu/.

[7] Jason Zweig est un employé d'AOL Time Warner et détient des options dans l'entreprise. Pour en savoir plus sur le fonctionnement des stock-options, voir le commentaire du chapitre 19, p. 507.

[8] Voir note 19 du commentaire du chapitre 19, p. 508.

[9] Pour en savoir plus sur ces questions, voir le commentaire du chapitre 12 et le superbe essai de Joseph Fuller et Michael C. Jensen, «Just Say No to Wall Street», sur http://papers.ssrn.com.

[10] Les fractionnements d'actions sont examinés plus en détail dans le commentaire du chapitre 13.

[*] «Dilution» est l'un des nombreux mots qui décrivent les stocks dans le langage de la dynamique des fluides. Un titre avec un volume de négociation élevé est dit «liquide». Lorsqu'une société entre en bourse dans une introduction en bourse, elle «fait flotter» ses actions. Et, dans

les premiers jours, une entreprise qui avait considérablement dilué ses actions (avec de grandes quantités de dette convertible ou de multiples offres d'actions ordinaires) aurait «arrosé» ses actions. Ce terme aurait son origine dans le légendaire manipulateur de marché Daniel Drew (1797–1879), qui a commencé comme commerçant de bétail. Il conduirait son bétail vers le sud en direction de Manhattan, le gavant de sel en cours de route. Lorsqu'ils arrivaient à la rivière Harlem, ils buvaient d'énormes volumes d'eau pour étancher leur soif. Drew les amènerait ensuite au marché, où l'eau qu'ils venaient de boire augmenterait leur poids. Cela lui a permis d'obtenir un prix beaucoup plus élevé, car le bétail sur le sabot est vendu à la livre. Plus tard, Drew a arrosé le stock du chemin de fer Érié en émettant massivement de nouvelles actions sans avertissement.

‡ Graham fait référence au savoir-faire précis des sculpteurs de pierre italiens immigrants qui ornaient les façades autrement simples des bâtiments de New York au début des années 1900. Les comptables peuvent également transformer des faits financiers simples en schémas complexes et même incompréhensibles.

*** Le roi s'est probablement inspiré d'un essai jadis célèbre de l'écrivain anglais William Hazlitt, qui a médité sur un cadran solaire près de Venise qui portait les mots *Horas non numero nisi serenas,* ou «je ne compte que les heures sereines». qui excluent chroniquement les mauvaises nouvelles de leurs résultats financiers sous prétexte que les événements négatifs sont «extraordinaires» ou «non récurrents» prennent une page de Hazlitt, qui a exhorté ses lecteurs «à ne pas tenir compte du temps mais par ses bienfaits, à ne regarder que pour les sourires et négligent les froncements de sourcils du destin, pour composer nos vies de moments lumineux et doux, en se détournant du côté ensoleillé des choses, et en laissant le reste glisser de nos imaginations, ignorés ou oubliés! »(William Hazlitt,« On a Sun - Dial, "ca.1827.) Malheureusement, les investisseurs doivent toujours compter les heures ensoleillées et sombres.**

*** La société à laquelle Graham fait référence si timidement semble être American Machine & Foundry (ou AMF Corp.), l'un des conglomérats les plus mélangés de la fin des années 1960. C'était un prédécesseur de l'AMF Bowling Worldwide d'aujourd'hui, qui exploite des pistes de bowling et fabrique des équipements de bowling.**

*** De nos jours, les investisseurs doivent être conscients de plusieurs autres «facteurs comptables» qui peuvent fausser les bénéfices**

déclarés. L'un est les états financiers «pro forma» ou «comme si», qui rapportent les bénéfices d'une entreprise comme si les principes comptables généralement reconnus (PCGR) ne s'appliquaient pas. Un autre est l'effet dilutif de l'émission de millions d'options d'achat d'actions pour la rémunération des dirigeants, puis du rachat de millions d'actions pour empêcher ces options de réduire la valeur des actions ordinaires. Une troisième est constituée d'hypothèses irréalistes de rendement des fonds de pension de l'entreprise, qui peuvent gonfler artificiellement les bénéfices les bonnes années et les déprimer négativement. Les «entités à vocation spéciale» ou les sociétés affiliées ou les partenariats qui achètent des actifs ou des passifs risqués de la société et «suppriment» ainsi ces risques financiers du bilan de la société en sont un autre. Un autre élément de distorsion est le traitement des coûts de commercialisation ou autres coûts «immatériels» comme des actifs de l'entreprise, plutôt que comme des dépenses normales d'exploitation. Nous examinerons brièvement ces pratiques dans le commentaire qui accompagne ce chapitre.

*** Northwest Industries était la société de portefeuille de, entre autres, la Chicago and Northwestern Railway Co. et Union Underwear (le fabricant des culottes BVD et Fruit of the Loom). Il a été repris en 1985 par le financier surendetté William Farley, qui a dirigé la société dans le sol. Fruit of the Loom a été acheté dans le cadre d'une procédure de mise en faillite par Warren Buffett's Berkshire Hathaway Inc. au début de 2002.**

*** Graham fait référence à la disposition de la loi fiscale fédérale qui permet aux sociétés de «reporter» leurs pertes d'exploitation nettes. En l'état actuel du code fiscal, ces pertes peuvent être reportées jusqu'à 20 ans, ce qui réduit l'obligation fiscale de l'entreprise pour toute la période (et donc augmente son résultat après impôt). Par conséquent, les investisseurs devraient déterminer si les pertes sévères récentes pourraient réellement *améliorer* le bénéfice net de l'entreprise à l'avenir.**

‡ Les investisseurs doivent garder ces mots à portée de main et se les rappeler fréquemment: «Les évaluations des actions ne sont vraiment fiables que dans des cas exceptionnels.» Bien que les prix de la plupart des actions soient approximativement corrects la plupart du temps, le prix d'une action et la valeur de ses activités ne sont presque jamais identiques. Le jugement du marché sur le prix est souvent peu fiable. Malheureusement, la marge des erreurs de prix du marché

n'est souvent pas assez large pour justifier les frais de négociation sur eux. L'investisseur intelligent doit évaluer soigneusement les coûts de négociation et les taxes avant d'essayer de profiter de tout écart de prix - et ne devrait jamais compter sur la possibilité de vendre au prix exact actuellement coté sur le marché.

* Le «chiffre moyen» fait référence à la moyenne simple ou arithmétique que Graham décrit dans la phrase précédente.

a Les trois cinquièmes des charges spéciales de 82 cents en 1970 sont déduits ici.

* Graham semble utiliser le «bénéfice sur les fonds de capital» dans le sens traditionnel du rendement de la valeur comptable - essentiellement, le bénéfice net divisé par les actifs nets corporels de la société.

* Voir pages 299–301.

‡ L'histoire récente - et une montagne de recherches financières - ont montré que le marché est peu favorable aux entreprises à croissance rapide qui signalent soudainement une baisse de leurs bénéfices. Les producteurs plus modérés et stables, comme l'ALCOA à l'époque de Graham ou Anheuser-Busch et Colgate-Palmolive sont à notre époque, ont tendance à subir des baisses de stocks un peu plus douces s'ils déclarent des bénéfices décevants. De grandes attentes conduisent à une grande déception si elles ne sont pas satisfaites; un échec à répondre à des attentes modérées conduit à une réaction beaucoup plus douce. Ainsi, l'un des plus grands risques liés à la détention d'actions de croissance n'est pas que leur croissance s'arrête, mais simplement qu'elle ralentisse. Et à long terme, ce n'est pas seulement un risque, mais une quasi-certitude.

1 Pour en savoir plus sur la façon dont les options d'achat d'actions peuvent enrichir les dirigeants d'entreprise - mais pas nécessairement les actionnaires extérieurs - voir le commentaire du chapitre 19.

2 Tous les exemples ci-dessus sont extraits directement des communiqués de presse publiés par les entreprises elles-mêmes. Pour une satire brillante sur ce que serait la vie quotidienne si nous devions tous justifier notre comportement de la même manière que les entreprises ajustent leurs revenus déclarés, voir «My Pro Forma Life», par Rob Walker, sur http: // slate. msn.com/?id=2063953. ("... Un récent déjeuner post-entraînement d'un steak de côte de 22 onces

avec os chez Smith & Wollensky et trois coups de bourbon est traité ici comme une dépense non récurrente. Je ne ferai plus jamais ça!")

[3] **En 2002, Qwest était l'une des 330 sociétés cotées en bourse à retraiter les états financiers antérieurs, un record historique, selon Huron Consulting Group. Toutes les informations sur Qwest proviennent de ses documents financiers déposés auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis (rapport annuel, formulaire 8K et formulaire 10-K) qui se trouvent dans la base de données EDGAR à l'adresse www.sec.gov. Aucun recul n'a été nécessaire pour détecter le «changement de principe comptable», que Qwest avait entièrement divulgué à l'époque. Comment les actions de Qwest ont-elles évolué au cours de cette période? À la fin de l'année 2000, le titre s'établissait à 41 $ par action, soit une valeur marchande totale de 67,9 milliards de dollars. Au début de 2003, Qwest était d'environ 4 $, valorisant l'ensemble de l'entreprise à moins de 7 milliards de dollars, soit une perte de 90%. La baisse du cours de l'action n'est pas le seul coût associé à de faux bénéfices; une étude récente a révélé qu'un échantillon de 27 entreprises accusées de fraude comptable par la SEC avait payé en trop 320 millions de dollars en impôt fédéral sur le revenu. Bien qu'une grande partie de cet argent soit finalement remboursée par l'IRS, il est peu probable que la plupart des actionnaires restent pour profiter des remboursements. (Voir Merle Erickson, Michelle Hanlon et Edward Maydew, «Combien les entreprises paieront-elles pour des revenus qui n'existent pas?» Sur http: // papers.ssrn.com.)**

[4] **Global Crossing traitait auparavant une grande partie de ses coûts de construction comme une charge à imputer sur les revenus générés par la vente ou la location de droits d'utilisation sur son réseau. Les clients payaient généralement leurs droits à l'avance, même si certains pouvaient payer en plusieurs versements sur des périodes pouvant aller jusqu'à quatre ans. Mais Global Crossing n'a pas enregistré la plupart des revenus à l'avance, mais les a reportés sur la durée du bail. Maintenant, cependant, comme les réseaux avaient une durée de vie utile estimée à 25 ans, Global Crossing a commencé à les traiter comme des immobilisations amortissables à longue durée de vie. Bien que ce traitement soit conforme aux principes comptables généralement reconnus, il est difficile de savoir pourquoi Global Crossing ne l'a pas utilisé avant le 1er octobre 1999 ou ce qui a justement entraîné le changement. En mars 2001, Global Crossing avait une évaluation totale des actions de 12,6 milliards de dollars; la**

société a déposé son bilan le 28 janvier 2002, rendant ses actions ordinaires sans valeur.

[5] **Je remercie Howard Schilit et Mark Hamel du Center for Financial Research and Analysis d'avoir fourni cet exemple.**

[6] **Les rendements sont estimés en divisant la valeur nette totale des actifs des régimes au début de l'année par le «rendement réel des actifs des régimes».**

[7] **Ne vous laissez pas rebuter par le verbiage incroyablement ennuyeux des notes de bas de page comptables. Ils sont conçus expressément pour dissuader les gens normaux de les lire, c'est pourquoi vous devez persévérer. Une note de bas de page du rapport annuel 1996 d'Informix Corp., par exemple, révélait que «La société reconnaît généralement les revenus de licence provenant de la vente de licences logicielles lors de la livraison du produit logiciel à un client. Cependant, pour certains fabricants de matériel informatique et titulaires de licence d'utilisateur final dont les montants sont payables dans les douze mois, la Société comptabilisera les revenus au moment où le client s'engage à contracter des frais de licence minimum non remboursables, si ces fabricants de matériel informatique et ces titulaires de licence d'utilisateur final répondre à certains critères établis par la société. »En clair, Informix disait qu'il se créditerait des revenus sur les produits même s'ils n'avaient pas encore été revendus à des« utilisateurs finaux »(les clients réels des logiciels Informix). Au milieu des allégations de la Securities and Exchange Commission des États-Unis selon lesquelles Informix aurait commis une fraude comptable, la société a par la suite retraité ses revenus, effaçant 244 millions de dollars de ces «ventes». Cette affaire rappelle vivement l'importance de lire les petits caractères avec un sceptique œil. Je suis redevable à Martin Fridson d'avoir proposé cet exemple.**

[8] **Martin Fridson et Fernando Alvarez, *Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide* (John Wiley & Sons, New York, 2002); Charles W. Mulford et Eugene E. Comiskey, *The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices* (John Wiley & Sons, New York, 2002); Howard Schilit, *Financial Shenanigans* (McGraw-Hill, New York, 2002). Le livre de Benjamin Graham, *The Interpretation of Financial Statements* (HarperBusiness, New York, réimpression de 1998, édition de 1937), demeure une excellente brève introduction aux principes de base des revenus et dépenses, de l'actif et du passif.**

[*] Sur les quatre exemples de Graham, seul Emerson Electric existe toujours sous la même forme. ELTRA Corp. n'est plus une société indépendante; il a fusionné avec Bunker Ramo Corp. dans les années 1970, ce qui lui a permis de fournir des cotations boursières à des sociétés de courtage à travers un premier réseau d'ordinateurs. Ce qui reste des opérations d'ELTRA fait maintenant partie de Honeywell Corp. La société anciennement connue sous le nom d'Emery Air Freight est maintenant une division de CNF Inc. Emhart Corp. a été acquise par Black & Decker Corp. en 1989.

[*] Cette mesure est reprise dans la ligne «Net par action / valeur comptable» du tableau 13-2, qui mesure le résultat net des sociétés en pourcentage de leur valeur comptable tangible.

[*] Dans chaque cas, Graham se réfère à la section C du tableau 13-2 et divise le prix élevé au cours de la période 1936-1968 par le prix bas. Par exemple, le prix élevé d'Emery de 66 divisé par son prix bas de 1/8 est égal à 528, ou un rapport de 528 à 1 entre le haut et le bas.

[*] À la fin de 1970, la valeur marchande de 1,6 milliard de dollars d'Emerson était vraiment «énorme», étant donné la taille moyenne des stocks à l'époque. À la fin de 2002, les actions ordinaires d'Emerson avaient une valeur marchande totale d'environ 21 milliards de dollars.

[*] Graham avait raison. Parmi les «Nifty Fifty» qui étaient les plus à la mode et les plus appréciées en 1972, Emery se classait parmi les pires. Le numéro du 1er mars 1982 de *Forbes* rapportait que depuis 1972 Emery avait perdu 72,8% de sa valeur après inflation. Fin 1974, selon les chercheurs en investissement du Leuthold Group à Minneapolis, le stock d'Emery avait déjà chuté de 58% et son ratio cours / bénéfice avait chuté de 64 fois à seulement 15. Le «surenthousiasme» contre lequel Graham avait mis en garde a été éviscéré en bref commande. Le passage du temps peut-il compenser ce genre d'excès? Pas toujours: Leuthold a calculé que 1 000 $ investis dans Emery en 1972 ne valaient que 839 $ à partir de 1999. Il est probable que les personnes qui ont payé en trop pour les stocks Internet à la fin des années 90 n'atteindront pas le seuil de rentabilité pendant des décennies, voire jamais (voir le commentaire du chapitre 20).

[*] L'argument de Graham est que, sur la base de leurs prix à l'époque, un investisseur pourrait acheter des actions de ces deux sociétés pour

un peu plus que leur valeur comptable, comme le montre la troisième ligne de la section B du tableau 13-2.

[1] Comme nous le verrons au chapitre 19, cette justification signifie souvent, dans la pratique, «de fournir des fonds pour la croissance continue du patrimoine des dirigeants de l'entreprise».

[2] Présent sur CNBC le 30 décembre 1999, le président-directeur général d'EMC, Michael Ruettgers, a été invité par l'hôte Ron Insana si "2000 et au-delà" serait aussi bon que les années 1990. "Il semble que ça accélère", s'est vanté Ruettgers. Lorsque Insana a demandé si le stock d'EMC était surévalué, Ruettgers a répondu: «Je pense que lorsque vous regardez l'opportunité que nous avons devant nous, c'est presque illimité.... Donc, même s'il est difficile de prédire si ces choses sont trop chères, un changement si important se produit que si vous pouviez trouver les gagnants aujourd'hui - et je pense certainement qu'EMC est l'une de ces personnes - vous serez bien récompensé à l'avenir. »

[3] Le «bogue de l'an 2000» ou le «problème de l'an 2000» était la croyance que des millions d'ordinateurs dans le monde cesseraient de fonctionner à une seconde après minuit le matin du 1er janvier 2000, parce que les programmeurs des années 1960 et 1970 n'avaient pas pensé à permettre pour la possibilité de toute date après le 31/12/1999 dans leur code de fonctionnement. Les entreprises américaines ont dépensé des milliards de dollars en 1999 pour s'assurer que leurs ordinateurs seraient «conformes à l'an 2000». Finalement, à 00 h 01 min 01 s le 1er janvier 2000, tout a bien fonctionné.

[4] Pour en savoir plus sur la folie des fractionnements d'actions, voir Jason Zweig, «Splitsville», *Money,* mars 2001, p. 55-56.

[5] Affichage no. 3622, 7 décembre 1999, sur le babillard d'Exodus Communications sur le site Web Raging Bull (http://ragingbull.lycos.com/ mboard / boards.cgi? Board = EXDS & read = 3622).

[6] Affichage no. 3910, 15 décembre 1999, sur le babillard Exodus Communications sur le site Web de Raging Bull (http://ragingbull.lycos.com/ mboard / boards.cgi? Board = EXDS & read = 3910).

[7] Voir le discours de Graham, «La nouvelle spéculation sur les actions ordinaires», en annexe, p. 563.

[*] Graham décrit ses politiques d'investissement recommandées dans les chapitres 4 à 7.

[‡] Comme nous l'avons vu dans les commentaires des chapitres 5 et 9, l'investisseur défensif d'aujourd'hui peut atteindre cet objectif simplement en achetant un fonds indiciel à faible coût, idéalement un fonds qui suit le rendement du marché boursier américain total.

[*] Au début de 2003, le rendement des obligations de sociétés à 10 ans notées AA était d'environ 4,6%, ce qui suggère - selon la formule de Graham - qu'un portefeuille d'actions devrait avoir un ratio bénéfices / prix au moins aussi élevé. En prenant l'inverse de ce nombre (en divisant 4,6 en 100), nous pouvons dériver un rapport P / E «maximum suggéré» de 21,7. Au début de ce paragraphe, Graham recommande que le prix «moyen» des actions soit inférieur d'environ 20% au ratio «maximum». Cela suggère que, en général, Graham considérerait les actions se vendant au plus 17 fois leur bénéfice moyen sur trois ans comme potentiellement attrayantes compte tenu des taux d'intérêt et des conditions du marché d'aujourd'hui. Au 31 décembre 2002, plus de 200 - ou mieux que 40% - des actions de l'indice S & P 500 avaient un ratio P / E moyen sur trois ans de 17,0 ou moins. Les rendements actualisés des obligations AA sont disponibles sur www.bondtalk.com.

[*] Un filtre de stock en ligne facile à utiliser qui peut trier les stocks dans le S & P 500 selon la plupart des critères de Graham est disponible sur: www.quicken.com/ investissements / stocks / recherche / complet.

[‡] Lorsque Graham a écrit, un seul grand fonds commun de placement spécialisé dans les actions de services publics - Franklin Utilities - était largement disponible. Aujourd'hui, il y en a plus de 30. Graham n'aurait pas pu prévoir les ravages financiers provoqués par les centrales nucléaires annulées et déclassées; il n'a pas non plus prévu les conséquences d'une réglementation ratée en Californie. Les actions de services publics sont beaucoup plus volatiles qu'elles ne l'étaient à l'époque de Graham, et la plupart des investisseurs ne devraient les posséder que par le biais d'un fonds bien diversifié et à faible coût comme le Dow Jones US Utilities Sector Index Fund (symbole boursier: IDU) ou Utilities Select Sector SPDR. (XLU). Pour plus d'informations, voir: www.ishares.com et www. spdrindex.com/spdr/. (Assurez-vous

que votre courtier ne facturera pas de commissions pour réinvestir vos dividendes.)

[*] Dans une remarquable confirmation du point de vue de Graham, l'indice d'utilité Standard & Poor's au son terne a surclassé l'indice NASDAQ composite tant vanté pour les 30 années se terminant le 31 décembre 2002.

[*] Aujourd'hui, l'industrie des services financiers comprend encore plus de composants, y compris les banques commerciales; les sociétés d'épargne et de crédit et de financement hypothécaire; les sociétés de crédit à la consommation comme les émetteurs de cartes de crédit; gestionnaires de fonds et sociétés de fiducie; banques d'investissement et maisons de courtage; les compagnies d'assurance; et les entreprises engagées dans le développement ou la propriété de biens immobiliers, y compris les fiducies de placement immobilier. Bien que le secteur soit beaucoup plus diversifié aujourd'hui, les mises en garde de Graham concernant la solidité financière s'appliquent plus que jamais.

[*] Il ne reste plus que quelques stocks ferroviaires importants, dont Burlington Northern, CSX, Norfolk Southern et Union Pacific. Les conseils contenus dans cette section sont au moins aussi pertinents pour les actions des compagnies aériennes aujourd'hui - avec leurs pertes massives actuelles et un demi-siècle de résultats presque sans cesse médiocres - que pour les chemins de fer à l'époque de Graham.

[*] Graham résume l '«hypothèse des marchés efficients» ou EMH, une théorie académique affirmant que le prix de chaque action incorpore toutes les informations publiquement disponibles sur la société. Avec des millions d'investisseurs parcourant le marché chaque jour, il est peu probable que de graves erreurs de tarification puissent persister longtemps. Une vieille plaisanterie a deux professeurs de finance marchant le long du trottoir; quand l'un aperçoit un billet de 20 $ et se penche pour le ramasser, l'autre attrape son bras et dit: «Ne t'embête pas. Si c'était vraiment un billet de 20 $, quelqu'un l'aurait déjà pris. »Bien que le marché ne soit pas parfaitement efficace, il est assez proche la plupart du temps - donc l'investisseur intelligent se baissera pour ramasser les billets de 20 $ du marché boursier seulement après des recherches. les soigneusement et en minimisant les coûts de négociation et les taxes.

[*] C'est l'un des points centraux du livre de Graham. Tous les investisseurs travaillent sous une cruelle ironie: nous

investissons *dans* le présent, mais nous investissons *pour* l'avenir. Et, malheureusement, l'avenir est presque entièrement incertain. L'inflation et les taux d'intérêt ne sont pas fiables; les récessions économiques vont et viennent au hasard; les bouleversements géopolitiques comme la guerre, les pénuries de produits de base et le terrorisme arrivent sans avertissement; et le sort des entreprises individuelles et de leurs industries s'avère souvent être le contraire de ce que la plupart des investisseurs attendent. Par conséquent, investir sur la base de la *projection* est une course de dupes; même les prévisions des soi-disant experts sont moins fiables que le retournement d'une pièce. Pour la plupart des gens, investir sur la base de la *protection* - du surpaiement d'un stock et d'une confiance excessive dans la qualité de leur propre jugement - est la meilleure solution. Graham développe ce concept au chapitre 20.

[1] Ajusté pour les répartitions d'actions. Pour beaucoup de gens, MicroStrategy ressemblait vraiment au prochain Microsoft au début de 2000; son titre avait gagné 566,7% en 1999, et son président, Michael Saylor, a déclaré que «notre avenir aujourd'hui est meilleur qu'il ne l'était il y a 18 mois». La Securities and Exchange Commission des États-Unis a par la suite accusé MicroStrategy de fraude comptable, et Saylor a payé 8,3 $ million d'amende pour régler les charges.

[2] Jon Birger, «Les 30 meilleurs titres», *Money,* automne 2002, p. 88–95.

[1] Au moment où vous lirez ces lignes, beaucoup de choses auront déjà changé depuis la fin de l'année 2002.

[2] David Dreman, «Les bulles et le rôle des prévisions des analystes», The Journal of *Psychology and Financial Markets,* vol. 3, non. 1 (2002), p. 4-14.

[3] Vous pouvez calculer ce ratio à la main à partir des rapports annuels d'une entreprise ou obtenir les données sur des sites Web comme www.morningstar.com ou http://finance.yahoo.com.

[4] Pour en savoir plus sur ce qu'il faut rechercher, voir le commentaire sur les chapitres 11, 12 et 19. Si vous n'êtes pas prêt à faire l'effort minimal de lire le proxy et de faire des comparaisons de base de la santé financière sur une période annuelle de cinq ans rapports, alors vous êtes trop défensif pour acheter des actions individuelles. Sortez de l'activité de sélection de titres et entrez dans un fonds indiciel, où vous appartenez.

* La recherche Friend-Blume-Crockett a couvert janvier 1960 à juin 1968 et a comparé les performances de plus de 100 grands fonds communs de placement aux rendements des portefeuilles construits au hasard à partir de plus de 500 des plus grandes actions cotées sur le NYSE. Les fonds de l'étude Friend-Blume-Crockett se sont mieux comportés de 1965 à 1968 qu'ils n'en avaient dans la première moitié de la période de mesure, tout comme Graham l'a trouvé dans ses propres recherches (voir ci-dessus, p. 158 et 229-232). Mais cette amélioration n'a pas duré. Et l'idée maîtresse de ces études - à savoir que les fonds communs de placement, en moyenne, sous-performent le marché d'une marge à peu près égale à leurs dépenses d'exploitation et à leurs frais de négociation - a été confirmée à maintes reprises que quiconque en doute devrait trouver un chapitre financier de The Flat Earth Société.

* Comme nous en discutons dans le commentaire du chapitre 9, il existe plusieurs autres raisons pour lesquelles les fonds communs de placement n'ont pas été en mesure de surperformer les moyennes du marché, y compris les faibles rendements des soldes de trésorerie des fonds et les coûts élevés de recherche et de négociation des actions. En outre, un fonds détenant 120 sociétés (un nombre typique) peut suivre l'indice S&P 500 si l' *une* des 380 autres sociétés de cet indice se révèle être une excellente performance. Moins un fonds détient d'actions, plus il risque de manquer «le prochain Microsoft».

* Dans cette section, comme il l'a également fait aux pages 363 et 364, Graham résume l'hypothèse du marché efficace. Apparitions récentes à l'effet contraire, le problème avec le marché boursier aujourd'hui n'est pas que tant d'analystes financiers soient idiots, mais plutôt que beaucoup d'entre eux soient si intelligents. Alors que de plus en plus de gens intelligents recherchent des aubaines sur le marché, cet acte même de recherche rend ces affaires plus rares - et, dans un paradoxe cruel, donne aux analystes l'impression de manquer d'intelligence pour justifier la recherche. La valorisation boursière d'un titre donné est le résultat d'un vaste travail continu et en temps réel d'intelligence collective. La plupart du temps, pour la plupart des actions, l'intelligence collective obtient une évaluation approximativement correcte. Ce n'est que rarement que M. de Graham Marché »(voir le chapitre 8) envoie les prix d'une manière extravagante.

‡ Graham a lancé Graham-Newman Corp. en janvier 1936 et l'a dissous lorsqu'il a pris sa retraite de la gestion active de fonds en 1956; il

succéda à une société de personnes appelée Benjamin Graham Joint Account, qu'il dirigea de janvier 1926 à décembre 1935.

*** Une couverture «non liée» consiste à acheter une action ou une obligation émise par une société et à vendre à découvert (ou à parier sur une baisse) un titre émis par une autre société. Une couverture «connexe» implique l'achat et la vente de différentes actions ou obligations émises par la même entreprise. Le «nouveau groupe» de fonds spéculatifs décrit par Graham était largement disponible vers 1968, mais la réglementation ultérieure de la Securities and Exchange Commission des États-Unis a restreint l'accès aux fonds spéculatifs pour le grand public.**

*** En 2003, un investisseur intelligent suivant les idées de Graham serait à la recherche d'opportunités dans les secteurs de la technologie, des télécommunications et des services publics d'électricité. L'histoire a montré que les perdants d'hier sont souvent les gagnants de demain.**

*** La société remplaçante de l'Industrial National Bank of Rhode Island est FleetBoston Financial Corp. L'un de ses ancêtres corporatifs, la Providence Bank, a été fondée en 1791.**

*** Pour l'investisseur d'aujourd'hui, le seuil est plus susceptible d'être d'environ 1 $ par action - le niveau en dessous duquel de nombreuses actions sont «radiées» ou déclarées inéligibles pour le trading sur les principales bourses. Le simple fait de surveiller le cours des actions de ces sociétés peut demander un effort considérable, ce qui les rend peu pratiques pour les investisseurs défensifs. Les coûts de négociation d'actions à bas prix peuvent être très élevés. Enfin, les sociétés dont les cours des actions sont très bas ont une tendance désolante à faire faillite. Cependant, un portefeuille diversifié de dizaines de ces sociétés en difficulté peut encore séduire certains investisseurs entreprenants aujourd'hui.**

*** Selon Graham, une grande quantité de goodwill peut résulter de deux causes: une société peut acquérir d'autres sociétés pour beaucoup plus que la valeur de leurs actifs, ou ses propres actions peuvent se négocier pour beaucoup plus que sa valeur comptable.**

*** Techniquement, la valeur du fonds de roulement d'une action est l'actif courant par action, moins le passif courant par action, divisé par le nombre d'actions en circulation. Ici, cependant, Graham signifie**

« *valeur nette du* fonds de roulement», ou la valeur par action des actifs courants moins le *total des* passifs.

[*] *Le coeur a ses raisons que la raison ne connaît pas.* Ce passage poétique est l'un des derniers arguments de la discussion du grand théologien français sur ce que l'on a appelé le «pari de Pascal» (voir commentaire du chapitre 20).

[*] Comme indiqué dans le commentaire du chapitre 7, l'arbitrage des fusions est totalement inapproprié pour la plupart des investisseurs individuels.

[1] Patricia Dreyfus, «Analyse des investissements en deux leçons faciles» (entretien avec Graham), *Money,* juillet 1976, p. 36.

[2] Voir le commentaire du chapitre 11.

[3] Il existe également de nombreuses newsletters dédiées à l'analyse des portefeuilles professionnels, mais la plupart d'entre elles sont une perte de temps et d'argent, même pour l'investisseur le plus entreprenant. Une exception brillante pour les personnes qui peuvent épargner de l'argent est l' *Outstanding Investor Digest* (www.oid.com).

[1] Pour un bref exemple du fonctionnement pratique des obligations convertibles, considérons les billets subordonnés convertibles à 4,75% émis par DoubleClick Inc. en 1999. Ils paient 47,50 $ d'intérêts par an et sont chacun convertibles en 24,24 actions ordinaires de la société, un " de conversion »de 24,24. À la fin de l'année 2002, l'action de DoubleClick était au prix de 5,66 $ par action, donnant à chaque obligation une «valeur de conversion» de 137,20 $ (5,66 $ 24,24). Pourtant, les obligations se sont échangées environ six fois plus, à 881,30 $, créant une «prime de conversion», ou un excédent par rapport à leur valeur de conversion, de 542%. Si vous avez acheté à ce prix, votre «seuil de rentabilité» ou «période de récupération» était très long. (Vous avez payé environ 750 $ de plus que la valeur de conversion de l'obligation, il vous faudra donc tout juste 16 ans de paiements d'intérêts de 47,50 $ pour «récupérer» cette prime de conversion.) Étant donné que chaque obligation DoubleClick est convertible en un peu plus de 24 actions ordinaires, le l'action devra passer de 5,66 $ à plus de 36 $ si la conversion doit devenir une option pratique avant l'échéance des obligations en 2006. Un tel rendement n'est pas impossible, mais il frise le miraculeux. Le rendement en espèces de cette obligation particulière ne semble guère suffisant, compte tenu de la faible probabilité de conversion.

[2] Comme bon nombre des antécédents couramment cités à Wall Street, celui-ci est hypothétique. Il indique le rendement que vous auriez gagné dans un fonds indiciel imaginaire qui détenait tous les principaux convertibles. Il n'inclut aucun frais de gestion ni frais de négociation (qui sont importants pour les titres convertibles). Dans le monde réel, vos rendements auraient été inférieurs d'environ deux points de pourcentage.

[3] Cependant, la plupart des obligations convertibles restent secondaires par rapport à d'autres dettes à long terme et prêts bancaires. Ainsi, en cas de faillite, les détenteurs de convertibles n'ont pas de revendication préalable sur les actifs de la société. Et, même si elles ne sont pas aussi risquées que les obligations à haut rendement «indésirables», de nombreux convertis sont toujours émis par des sociétés dont la cote de crédit est inférieure à la livre sterling. Enfin, une grande partie du marché convertible est détenue par des hedge funds, dont le trading rapide peut augmenter la volatilité des prix.

[4] Pour plus de détails, voir www.fidelity.com, www.vanguard.com et www. morningstar.com. L'investisseur intelligent n'achètera *jamais* un fonds d'obligations convertibles dont les charges d'exploitation annuelles dépassent 1,0%.

[*] Dans quelle mesure le monde financier a-t-il été "choqué" par la faillite de Penn Central, qui a été déposée le week-end du 20 au 21 juin 1970? Le cours de clôture de l'action de Penn Central le vendredi 19 juin était de 11,25 $ par action, ce qui n'est guère un prix de fermeture des affaires. Plus récemment, des actions comme Enron et WorldCom se sont également vendues à des prix relativement élevés peu de temps avant le dépôt de la demande de mise en faillite.

[*] Penn Central est le produit de la fusion, annoncée en 1966, du Pennsylvania Railroad et du New York Central Railroad.

[‡] Ce type de legerdemain comptable, dans lequel les bénéfices sont déclarés comme si les charges «inhabituelles» ou «extraordinaires» ou «non récurrentes» n'avaient pas d'importance, prévoit le recours à des états financiers «pro forma» qui sont devenus populaires à la fin des années 1990 (voir le commentaire du chapitre 12).

[*] Le «ratio de transport» d'un chemin de fer (maintenant plus communément appelé son ratio d'exploitation) mesure les dépenses de fonctionnement de ses trains divisées par les revenus totaux du chemin de fer. Plus le ratio est élevé, moins le chemin de fer est

efficace. Aujourd'hui, même un ratio de 70% serait considéré comme excellent.

‡ Aujourd'hui, Penn Central est une mémoire fanée. En 1976, il a été absorbé par Consolidated Rail Corp. (Conrail), une société de portefeuille financée par le gouvernement fédéral qui a renfloué plusieurs chemins de fer défaillants. Conrail a vendu des actions au public en 1987 et, en 1997, a été reprise conjointement par CSX Corp. et Norfolk Southern Corp.

‡ Ling-Temco-Vought Inc. a été fondée en 1955 par James Joseph Ling, un entrepreneur en électricité qui a vendu son premier million de dollars d'actions au public en devenant son propre banquier d'investissement, colportant des prospectus depuis un stand installé au Texas State Fair . Son succès l'a amené à acquérir des dizaines de sociétés différentes, utilisant presque toujours les actions de LTV pour les payer. Plus LTV a acquis d'entreprises, plus son stock est monté; plus son stock augmentait, plus il pouvait se permettre d'acquérir d'entreprises. En 1969, LTV était la 14e plus grande entreprise de la liste *Fortune* 500 des grandes sociétés américaines. Et puis, comme le montre Graham, tout le château de cartes s'est écroulé. (LTV Corp., désormais exclusivement sidérurgiste, a fini par demander la protection de la loi sur les faillites fin 2000.) Les sociétés qui se développent principalement par le biais d'acquisitions sont appelées «acquéreurs en série» - et la similitude avec le terme «tueurs en série» n'est pas le fruit du hasard. Comme le montre le cas de LTV, les acquéreurs en série laissent presque toujours la mort financière et la destruction dans leur sillage. Les investisseurs qui ont compris cette leçon de Graham auraient évité des chouchous des années 1990 comme Conseco, Tyco et WorldCom.

*** La sordide tradition de cacher le véritable bénéfice d'une entreprise sous le couvert de charges de restructuration est toujours présente. Accumuler tous les frais possibles en un an est parfois appelé comptabilité «grande baignoire» ou «évier de cuisine». Ce gadget de tenue de livres permet aux entreprises de montrer facilement la croissance apparente de l'année suivante, mais les investisseurs ne devraient pas confondre cela avec la vraie santé des entreprises.**

‡ L '«actif à escompte obligataire» semble signifier que LTV avait acheté certaines obligations en dessous de leur valeur nominale et traitait cet escompte comme un actif, au motif que les obligations

pourraient éventuellement être vendues au pair. Graham se moque de cela, car il est rarement possible de savoir quel sera le prix du marché d'une obligation à une date donnée dans le futur. Si les obligations ne pouvaient être vendues qu'à des valeurs *inférieures au* pair, cet «actif» serait en fait un passif.

‡ Nous ne pouvons qu'imaginer ce que Graham aurait pensé des sociétés de banque d'investissement qui ont rendu public InfoSpace, Inc. en décembre 1998. Le titre (ajusté pour les fractionnements ultérieurs) a été ouvert à la négociation à 31,25 $, culminant à 1305,32 $ par action en mars 2000, et terminé 2002 à 8,45 $ princiers par action.

*** Graham aurait été déçu, mais sûrement pas surpris, de voir que les banques commerciales ont continué à soutenir de façon chronique des «expansions peu judicieuses». Enron et WorldCom, deux des plus grands effondrements de l'histoire des entreprises, ont été aidés et encouragés par des milliards de dollars de prêts bancaires .**

*** En juin 1972 (juste après que Graham ait terminé ce chapitre), un juge fédéral a constaté que le président de la NVF, Victor Posner, avait détourné de manière inappropriée les actifs de retraite de Sharon Steel "pour aider les sociétés affiliées dans leur prise de contrôle d'autres sociétés". En 1977, le La Securities and Exchange Commission des États-Unis a obtenu une injonction permanente contre Posner, NVF et Sharon Steel pour les empêcher de futures violations des lois fédérales contre la fraude en valeurs mobilières. La Commission a allégué que Posner et sa famille avaient indûment obtenu 1,7 million de dollars en avantages personnels de la NVF et de Sharon, surestimé les revenus avant impôts de Sharon de 13,9 millions de dollars, enregistré des stocks inexacts et «transféré les revenus et les dépenses d'une année à l'autre». Sharon Steel, dont Graham Graham avait singularisé avec son œil froid et sceptique, est devenu connu parmi les wags de Wall Street comme «Partager et voler». Posner a ensuite été une force centrale dans la vague de rachats à effet de levier et de prises de contrôle hostiles qui ont balayé les États-Unis dans les années 1980, quand il est devenu un client important pour les obligations de pacotille souscrites par Drexel Burnham Lambert.**

*** Le «facteur de dilution important» serait déclenché lorsque les employés de NVF exercent leurs bons de souscription pour acheter des actions ordinaires. La société devrait alors émettre davantage**

d'actions et son bénéfice net serait réparti sur un nombre beaucoup plus élevé d'actions en circulation.

‡ **Jackie G. Williams a fondé AAA Enterprises en 1958. À son premier jour de négociation, l'action a grimpé de 56% pour clôturer à 20,25 $. Williams a annoncé plus tard que AAA proposerait un nouveau concept de franchise chaque mois (si les gens entraient dans une maison mobile pour faire leurs impôts sur le revenu par «M. Tax of America», imaginez simplement ce qu'ils pourraient faire d'autre à l'intérieur d'une remorque!). Mais AAA a manqué de temps et d'argent avant que Williams ne manque d'idées. L'histoire d'AAA Enterprises rappelle la saga d'une entreprise plus récente avec une gestion charismatique et des actifs rares: ZZZZ Best a atteint une valeur boursière d'environ 200 millions de dollars à la fin des années 1980, même si son prétendue activité d'aspirateur industriel n'était guère plus qu'un téléphone et un bureau loué géré par un adolescent nommé Barry Minkow. ZZZZ Best a fait faillite et Minkow est allé en prison. Alors que vous lisez ceci, une autre entreprise similaire est en train de se former et une nouvelle génération d '«investisseurs» sera emmenée. Cependant, personne qui a lu Graham ne devrait monter à bord.**

* **Dans «Abou Ben Adhem», du poète romantique britannique Leigh Hunt (1784–1859), un musulman juste voit un ange écrire dans un livre d'or «les noms de ceux qui aiment le Seigneur». Quand l'ange dit à Abou que son Le nom n'est pas parmi eux, Abou dit: "Je te prie, alors, écris-moi comme celui qui aime ses semblables." L'ange revient la nuit suivante pour montrer à Abou le livre, dans lequel maintenant "Le nom de Ben Adhem a conduit tout le reste . "**

* **En achetant plus d'actions ordinaires à une prime par rapport à sa valeur comptable, le public investisseur a augmenté la valeur des capitaux propres d'AAA par action. Mais les investisseurs ne se relevaient que par leurs propres bootstraps, car la majeure partie de la hausse des capitaux propres provenait de la volonté du public de sur-payer les actions.**

‡ **L'argument de Graham est que les banques d'investissement n'ont pas le droit de prendre le crédit des gains qu'une action chaude peut produire juste après son introduction en bourse, sauf si elles sont également prêtes à assumer la responsabilité de la performance de l'action à long terme. De nombreuses introductions en bourse sur Internet ont augmenté de 1 000% ou plus en 1999 et au début de**

2000; la plupart d'entre eux ont perdu plus de 95% au cours des trois années suivantes. Comment ces gains précoces gagnés par quelques investisseurs peuvent-ils justifier la destruction massive de richesse subie par les millions de personnes qui sont venues plus tard? De nombreuses introductions en bourse étaient, en fait, délibérément sous-évaluées pour «fabriquer» des gains immédiats qui attireraient davantage l'attention pour la prochaine offre.

[*] **Les quatre premières phrases du paragraphe de Graham pourraient se lire comme l'épitaphe officielle de la bulle Internet et des télécommunications qui a éclaté au début de 2000. Tout comme l'avertissement du Surgeon General sur le côté d'un paquet de cigarettes n'empêche pas tout le monde de s'allumer, pas de réforme réglementaire empêchera jamais les investisseurs de surdoser par leur propre cupidité. (Même le communisme ne peut pas interdire les bulles du marché; le marché boursier chinois a bondi de 101,7% au premier semestre de 1999, puis s'est effondré.) Les banques d'investissement ne peuvent jamais non plus être entièrement débarrassées de leur propre contrainte de vendre des actions à n'importe quel prix que le marché ours. Le cercle ne peut être brisé qu'un investisseur et un conseiller financier à la fois. Maîtriser les principes de Graham (voir en particulier les chapitres 1, 8 et 20) est la meilleure façon de commencer.**

[1] **Ce document, comme tous les rapports financiers cités dans ce chapitre, est facilement accessible au public via la base de données EDGAR à l'adresse www.sec.gov.**

[2] **La fin de l'acquisition de Chromatis est discutée dans *The Financial Times,* 29 août 2001, p. 1 et 1 septembre / 2 septembre 2001, p. XXIII.**

[3] **Lors de la comptabilisation des acquisitions, le chargement sur WOOPIPRAD a permis à Tyco de réduire la partie du prix d'achat qu'il a allouée à l'écart d'acquisition. Étant donné que WOOPIPRAD peut être passé en charges à l'avance, alors que le goodwill (selon les règles comptables alors en vigueur) a dû être amorti sur des périodes pluriannuelles, cette manœuvre a permis à Tyco de minimiser l'impact des frais de goodwill sur ses bénéfices futurs.**

[4] **En 2002, l'ancien chef de la direction de Tyco, L. Dennis Kozlowski, a été accusé par les autorités judiciaires fédérales et d'État de fraude fiscale et de détournement abusif des actifs de Tyco pour son propre usage, y compris l'affectation de 15 000 $ pour un porte-parapluie et**

de 6 000 $ pour un porte-parapluie. rideau de douche. Kozlowski a nié toutes les accusations.

[5] Divulgation: Jason Zweig est un employé de Time Inc., anciennement une division de Time Warner et maintenant une unité d'AOL Time Warner Inc.

[1] Le prospectus d'eToys avait une pochette gatefold avec un dessin animé original d'Arthur the aardvark, montrant dans un style comique à quel point il serait plus facile d'acheter des jouets pour enfants chez eToys que dans un magasin de jouets traditionnel. Comme l'a expliqué l'analyste Gail Bronson d'IPO Monitor à l'Associated Press le jour de l'offre d'actions d'eToys, «eToys a très, très intelligemment géré le développement de la société l'année dernière et s'est positionné pour être le centre pour enfants d'Internet». : «La clé d'une introduction en bourse réussie, en particulier une introduction en bourse dot-com, est une bonne commercialisation et une bonne image de marque.» Bronson avait en partie raison: c'est la clé d'une introduction en bourse réussie pour la société émettrice et ses banquiers. Malheureusement, pour les *investisseurs,* la clé d'une introduction en bourse réussie est le bénéfice, ce que les eToys n'avaient pas.

[*] Ici, Graham décrit Real Estate Investment Trust, qui a été acquis par San Francisco Real Estate Investors en 1983 pour 50 $ par action. Le paragraphe suivant décrit Realty Equities Corp. de New York.

[‡] L'acteur Paul Newman a été brièvement un actionnaire important de Realty Equities Corp. de New York après avoir acheté sa société de production de films, Kayos, Inc., en 1969.

[*] Graham, un fervent lecteur de poésie, cite «Elegy Written in a Country Churchyard» de Thomas Gray.

[*] Realty Equities a été radiée de la cote de l'American Stock Exchange en septembre 1973. En 1974, la Securities and Exchange Commission des États-Unis a poursuivi les comptables de Realty Equities pour fraude. Le fondateur de Realty Equities, Morris Karp, a par la suite plaidé coupable à un chef d'accusation de grand larcin. En 1974-1975, le surendettement critiqué par Graham a provoqué une crise financière parmi les grandes banques, dont Chase Manhattan, qui avait fortement prêté aux fiducies immobilières les plus agressives.

‡ «Hétéroclite» est un terme technique du grec classique que Graham utilise pour signifier anormal ou inhabituel.

* Par «volume», Graham fait référence aux ventes ou aux revenus - le montant total en dollars des activités de chaque entreprise.

‡ «Support d'actif» et valeur comptable sont synonymes. Dans le tableau 18-2, la relation entre le prix et l'actif ou la valeur comptable peut être observée en divisant la première ligne («Prix, 31 décembre 1969») par «Valeur comptable par action».

‡ † Graham cite ses recherches sur les actions de valeur, dont il discute au chapitre 15 (voir p. 389). Depuis que Graham a terminé ses études, un vaste corpus de travaux universitaires a confirmé que les actions de valeur surpassent les actions de croissance sur de longues périodes. (Une grande partie des meilleures recherches en finance moderne fournit simplement une confirmation indépendante de ce que Graham a démontré il y a des décennies.) Voir, par exemple, James L. Davis, Eugene F. Fama et Kenneth R. French, «Characteristics, Covariances, and Average Returns : 1929–1997 », sur http://papers.ssrn.com.

* Air Products and Chemicals, Inc. existe toujours en tant qu'action cotée en bourse et est incluse dans l'indice de 500 actions Standard & Poor's. Air Reduction Co. est devenue une filiale à part entière du groupe BOC (alors connu sous le nom de British Oxygen) en 1978.

‡ Vous pouvez déterminer la rentabilité, mesurée par le rendement des ventes et le rendement du capital, en vous reportant à la section «Ratios» du tableau 18-3. «Net / sales» mesure le retour sur les ventes; La «rémunération / valeur comptable» mesure le rendement du capital.

* American Home Products Co. est maintenant connue sous le nom de Wyeth; l'action est incluse dans l'indice 500 actions Standard & Poor's. American Hospital Supply Co. a été acquise par Baxter Healthcare Corp. en 1985.

* «Près de 30 fois» se reflète dans la saisie de 2920% sous «Prix / valeur comptable» dans la section Ratios du tableau 18-4. Graham aurait secoué la tête avec étonnement fin 1999 et début 2000, lorsque de nombreuses entreprises de haute technologie ont vendu des centaines de fois leur valeur d'actif (voir le commentaire de ce chapitre). Parlez de «presque du jamais vu dans les annales de

sérieuses valorisations boursières»! H & R Block reste une société cotée en bourse, tandis que Blue Bell a été privée en 1984 à 47,50 $ par action.

[*] Graham met en garde les lecteurs contre une forme de «sophisme du joueur», dans laquelle les investisseurs estiment qu'une action surévaluée doit baisser de prix uniquement parce qu'elle est surévaluée. Tout comme une pièce de monnaie ne devient pas plus susceptible de faire monter les têtes après avoir atterri sur la queue neuf fois de suite, un stock surévalué (ou un marché boursier!) Peut rester surévalué pendant une durée étonnamment longue. Cela rend la vente à découvert ou le pari que les actions vont baisser, trop risqué pour les simples mortels.

[‡] International Harvester était l'héritier de McCormick Harvesting Machine Co., le fabricant de la moissonneuse McCormick qui a contribué à faire des États du Midwest le «grenier du monde». Mais International Harvester a connu des moments difficiles dans les années 1970 et, en 1985, a vendu son entreprise d'équipement agricole à Tenneco. Après avoir changé son nom en Navistar, la société restante a été démarrée du Dow en 1991 (bien qu'elle reste membre de l'indice S & P 500). International Flavors & Fragrances, également un composant du S & P 500, avait une valeur boursière totale de 3 milliards de dollars au début de 2003, contre 1,6 milliard de dollars pour Navistar.

[*] Pour plus de réflexions de Graham sur l'activisme actionnarial, voir le commentaire du chapitre 19. En critiquant Harvester pour son refus de maximiser la valeur actionnariale, Graham anticipait étrangement le comportement de la future direction de l'entreprise. En 2001, la majorité des actionnaires ont voté pour supprimer les restrictions de Navistar contre les offres publiques d'achat externes - mais le conseil d'administration a simplement refusé de mettre en œuvre les souhaits des actionnaires. Il est remarquable qu'une tendance antidémocratique dans la culture de certaines entreprises puisse perdurer pendant des décennies.

[*] McGraw-Hill demeure une société cotée en bourse qui détient, entre autres opérations, *le* magazine *BusinessWeek* et Standard & Poor's Corp. McGraw – Edison est maintenant une division de Cooper Industries.

[*] Dans «la débâcle de mai 1970» à laquelle Graham fait référence, le marché boursier américain a perdu 5,5%. De fin mars à fin juin 1970,

l'indice S & P 500 a perdu 19% de sa valeur, l'un des pires rendements sur trois mois jamais enregistrés.

[*] **National Presto reste une société cotée en bourse. National General a été acquis en 1974 par un autre conglomérat controversé, l'American Financial Group, qui à divers moments avait des intérêts dans la télévision par câble, la banque, l'immobilier, les fonds communs de placement, les assurances et les bananes. L'AFG est également le dernier lieu de repos de certains des actifs de Penn Central Corp. (voir chapitre 17).**

[*] **Whiting Corp. est devenue une filiale de Wheelabrator-Frye, mais a été rachetée en 1983. Willcox & Gibbs appartient désormais au groupe Rexel, un fabricant d'équipements électriques qui est une division du groupe français Pinault-Printemps-Redoute. Les actions de Rexel sont cotées à la Bourse de Paris.**

[1] **Demandez-vous quelle entreprise serait susceptible d'augmenter davantage: celle qui a découvert un remède contre un cancer rare, ou celle qui a découvert une nouvelle façon de se débarrasser d'un type commun de déchets. La guérison du cancer semble plus excitante pour la plupart des investisseurs, mais une nouvelle façon de se débarrasser des déchets ferait probablement plus d'argent. Voir Paul Slovic, Melissa Finucane, Ellen Peters et DonaldG. MacGregor, «The Affect Heuristic», dans Thomas Gilovich, Dale Griffin et Daniel Kahneman, éd., *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (Cambridge University Press, New York, 2002), pp. 397–420, et Donald G. MacGregor, «Imagerie et jugement financier», *The Journal of Psychology and Financial Markets,* vol. 3, non. 1, 2002, p. 15-22.**

Les **«acquéreurs en série», qui se développent en grande partie en achetant d'autres sociétés, rencontrent presque toujours une mauvaise fin à Wall Street. Voir le commentaire du chapitre 17 pour une discussion plus longue.**

[3] **Jeremy Siegel, «Big-Cap Tech Stocks are a Sucker's Bet», *Wall Street Journal,* 14 mars 2000 (disponible sur www.jeremysiegel.com).**

[4] **Le partage des actions de Yahoo! Deux en un en février 2000; les prix des actions indiqués ici ne sont pas ajustés pour cette répartition afin de montrer les niveaux auxquels les actions se négocient réellement. Mais le pourcentage de rendement et la valeur marchande de Yahoo!, Comme indiqué ici, reflètent la répartition.**

[5] Compte tenu de l'effet des acquisitions, les revenus de Yahoo! Se sont élevés à 464 millions de dollars. Graham critique les ratios P / E élevés dans (entre autres) les chapitres 7 et 11.

[6] Miam! était alors connue sous le nom de Tricon Global Restaurants, Inc., bien que son symbole boursier soit YUM. L'entreprise a officiellement changé son nom en Yum! Brands, Inc. en mai 2002.

[7] Voir «CEO Speaks» et «The Bottom Line», *Money,* mai 2000, p. 42–44.

[8] Au début de 2003, le directeur financier de Capital One a démissionné après que les autorités en valeurs mobilières eurent révélé qu'elles pourraient l'accuser de violations des lois contre les délits d'initiés.

[9] Pour un regard plus avancé sur cet événement bizarre, voir Owen A. Lamont et Richard H. Thaler, «Can the Market Add and Subtract?», Document de travail du National Bureau of Economic Research no. 8302, à l'adresse www.nber.org/papers/w8302.

[10] CMGI a commencé sa vie d'entreprise sous le nom de College Marketing Group, qui vendait des informations sur les professeurs et les cours universitaires à des éditeurs universitaires - une entreprise qui présentait une similitude faible mais inquiétante avec le National Student Marketing, discuté par Graham à la p. 235.

[11] Tous les prix des actions de Red Hat sont ajustés en fonction de sa répartition des actions deux pour un en janvier 2000.

[12] Ironie du sort, 65 ans plus tôt Graham avait distingué Brown Shoe comme l' une des entreprises les plus stables de sur le New York Stock Exchange. Voir l'édition de 1934 de *Security Analysis,* p. 159.

[13] Nous utilisons une période de neuf mois uniquement parce que les résultats sur 12 mois de Red Hat n'ont pas pu être déterminés à partir de ses états financiers sans inclure les résultats des acquisitions.

[*] Ironiquement, les prises de contrôle ont commencé à se tarir peu de temps après la publication de la dernière édition révisée de Graham, et les années 1970 et le début des années 1980 ont marqué le point le plus bas de l'efficacité industrielle américaine moderne. Les voitures étaient des «citrons», les téléviseurs et les radios étaient constamment «en panne» et les dirigeants de nombreuses sociétés cotées en bourse ignoraient à la fois les intérêts actuels de leurs actionnaires extérieurs et les perspectives d'avenir de leurs propres entreprises. Tout cela a

commencé à changer en 1984, lorsque le pétrolier indépendant T. Boone Pickens a lancé une OPA hostile sur Gulf Oil. Bientôt, alimentés par le financement par des obligations de pacotille fourni par Drexel Burnham Lambert, des «raiders d'entreprise» ont parcouru le paysage de l'Amérique des entreprises, effrayant les sociétés sclérotiques depuis longtemps dans un nouveau régime d'efficacité. Alors que de nombreuses entreprises impliquées dans les rachats et les rachats ont été ravagées, le reste des activités américaines est apparu à la fois plus maigre (ce qui était bien) et plus maigre (ce qui n'était parfois pas le cas).

* **L'ironie que Graham décrit ici est devenue encore plus forte dans les années 1990, quand il semblait presque que plus l'entreprise était forte, moins elle était susceptible de payer un dividende - ou pour ses actionnaires d'en vouloir un. Le «ratio de distribution» (ou le pourcentage de leur revenu net que les entreprises ont versé en dividendes) est passé de «60% à 75%» à l'époque de Graham à 35% à 40% à la fin des années 1990.**

* **À la fin des années 1990, les entreprises technologiques étaient des partisans particulièrement convaincus de l'idée que tous leurs revenus devraient être réinvestis dans l'entreprise, où ils pourraient gagner des rendements plus élevés que tout actionnaire extérieur pourrait éventuellement en réinvestissant la même trésorerie si elle était lui a versé des dividendes. Incroyablement, les investisseurs n'ont jamais remis en question la vérité de ce principe condescendant Daddy-Knows-Best - ni même réalisé que la trésorerie d'une entreprise appartient aux actionnaires, pas à ses dirigeants. Voir le commentaire de ce chapitre.**

* **Le cours de l'action de Superior Oil a culminé à 2165 $ par action en 1959, lorsqu'elle a versé un dividende de 4 $. Pendant de nombreuses années, Superior a été le titre le plus cher coté à la Bourse de New York. Superior, contrôlée par la famille Keck de Houston, a été acquise par Mobil Corp. en 1984.**

* **Aujourd'hui, pratiquement tous les fractionnements d'actions sont effectués par un changement de valeur. Dans une répartition deux pour un, une action devient deux, chacune se négociant à la moitié du prix antérieur de l'action unique d'origine; dans une répartition de trois pour un, une action devient trois, chacune se négociant au tiers du prix antérieur; etc. Ce n'est que dans de très rares cas qu'une**

somme est transférée «du surplus gagné au compte de capital», comme à l'époque de Graham.

† La **règle 703 de la Bourse de New York régit les fractionnements d'actions et les dividendes en actions. Le NYSE désigne désormais des dividendes en actions supérieurs à 25% et inférieurs à 100% en tant que «fractionnements d'actions partiels». Contrairement à l'époque de Graham, ces dividendes en actions peuvent désormais déclencher l'obligation comptable du NYSE que le montant du dividende soit capitalisé à partir des bénéfices non répartis.**

* **Cette politique, déjà inhabituelle à l'époque de Graham, est extrêmement rare aujourd'hui. En 1936 et de nouveau en 1950, environ la moitié de toutes les actions de la NYSE versaient un soi-disant dividende spécial. En 1970, cependant, ce pourcentage était tombé à moins de 10% et, dans les années 90, était bien inférieur à 5%. Voir Harry DeAngelo, Linda DeAngelo et Douglas J. Skinner, «Dividendes spéciaux et évolution de la signalisation des dividendes», *Journal of Financial Economics,* vol. 57, non. 3, septembre 2000, p. 309–354. L'explication la plus plausible de cette baisse est que les dirigeants d'entreprise sont devenus mal à l'aise avec l'idée que les actionnaires pourraient interpréter les dividendes spéciaux comme un signe que les bénéfices futurs pourraient être faibles.**

‡ **La critique académique des dividendes a été menée par Merton Miller et Franco Modigliani, dont l'article influent «Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares» (1961) a contribué à leur gagner des prix Nobel d'économie. Miller et Modigliani ont soutenu, en substance, que les dividendes n'étaient pas pertinents, car un investisseur ne devrait pas se soucier de savoir si son rendement provient des dividendes et d'une hausse du cours des actions, ou de la seule hausse du cours des actions, tant que le rendement total est le même dans les deux cas. Cas.**

* **L'argument de Graham n'est plus valable et les investisseurs d'aujourd'hui peuvent sauter ce passage en toute sécurité. Les actionnaires n'ont plus à se soucier de «devoir rompre» un certificat d'actions, car pratiquement toutes les actions existent désormais sous forme électronique plutôt que papier. Et quand Graham dit qu'une augmentation de 5% d'un dividende en espèces sur 100 actions est moins «probable» qu'un dividende constant sur 105 actions, on ne sait même pas comment il pourrait même calculer cette probabilité.**

[‡] Les droits d'abonnement, souvent simplement appelés «droits», sont utilisés moins fréquemment qu'à l'époque de Graham. Ils confèrent à un actionnaire existant le droit d'acheter de nouvelles actions, parfois à escompte par rapport au prix du marché. Un actionnaire qui ne participe pas finira par détenir proportionnellement moins de la société. Ainsi, comme c'est le cas pour tant d'autres choses qui portent le nom de «droits», une certaine contrainte est souvent impliquée. Les droits sont les plus courants aujourd'hui parmi les fonds à capital fixe et les assurances ou autres sociétés de portefeuille.

[*] L'administration du président George W. Bush a fait des progrès au début de 2003 pour réduire le problème de la double imposition des dividendes des sociétés, bien qu'il soit trop tôt pour savoir dans quelle mesure les lois finales dans ce domaine s'avéreront utiles. Une approche plus propre consisterait à rendre les paiements de dividendes déductibles d'impôt pour la société, mais cela ne fait pas partie du projet de loi.

[1] Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (Harper & Row, New York, 1949), pp. 217, 219, 240. Graham explique ainsi sa référence à Jésus: «Dans au moins quatre paraboles des Évangiles, il est fait référence à une relation critique entre un homme riche et ceux qu'il met en charge de sa propriété. Ce qui est le plus pertinent, ce sont les mots qu'un «homme riche» dit à son intendant ou directeur, accusé d'avoir gaspillé ses biens: «Rendez compte de votre intendance, car vous n'êtes peut-être plus intendant». (*Luc,* 16: 2). »Parmi les autres paraboles que Graham semble avoir à l'esprit, *Matt.,* 25: 15-28.

[2] Benjamin Graham, «A Questionnaire on Stockholder-Management Relationship», *The Analysts Journal,* quatrième trimestre, 1947, p. 62. Graham souligne qu'il a mené une enquête auprès de près de 600 analystes professionnels de la sécurité et a constaté que plus de 95% d'entre eux pensaient que les actionnaires avaient le droit de demander une enquête formelle sur les gestionnaires dont le leadership n'améliore pas la valeur des actions. . Graham ajoute sèchement que «une telle action est presque inconnue dans la pratique.» Ceci, dit-il, «met en évidence le large fossé entre ce qui devrait se produire et ce qui se passe dans les relations entre actionnaires et gestion».

[3] Graham et Dodd, *Security Analysis* (1934 éd.), P. 508.

[4] *The Intelligent Investor,* édition 1949, p. 218.

[5] **Édition 1949, p. 223. Graham ajoute qu'un vote par procuration serait nécessaire pour autoriser un comité indépendant d'actionnaires externes à sélectionner «la firme d'ingénierie» qui soumettrait son rapport aux actionnaires, et non au conseil d'administration. Cependant, l'entreprise supporterait les coûts de ce projet. Parmi les «firmes d'ingénierie» que Graham avait en tête, il y avait les gestionnaires de fonds, les agences de notation et les organisations d'analystes de la sécurité. Aujourd'hui, les investisseurs peuvent choisir parmi des centaines de sociétés de conseil, de conseillers en restructuration et de membres d'entités comme la Risk Management Association.**

[6] Les **tableaux des résultats de vote pour 2002 par Georgeson Shareholder et ADP's Investor Communication Services, deux grandes sociétés qui envoient des sollicitations de procurations aux investisseurs, suggèrent des taux de réponse qui se situent en moyenne entre 80% et 88% (y compris les procurations envoyées par des courtiers au nom de leurs clients, qui sont automatiquement votés en faveur de la direction, sauf indication contraire des clients). Ainsi, les propriétaires de 12% à 20% de toutes les actions ne votent pas leurs procurations. Étant donné que les particuliers ne détiennent que 40% des actions américaines en valeur de marché et que la plupart des investisseurs institutionnels comme les fonds de pension et les compagnies d'assurance sont légalement tenus de voter sur les questions de procuration, cela signifie qu'environ un tiers de tous les investisseurs individuels négligent de voter.**

[7] **Édition 1949, p. 224.**

[8] **Édition 1949, p. 233.**

[9] **Eugene F. Fama et Kenneth R. French, «Disparition des dividendes: modification des caractéristiques des entreprises ou baisse de la propension à payer?» *Journal of Financial Economics,* vol. 60, non. 1, avril 2001, p. 3-43, en particulier le tableau 1; voir également Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, *Triumph of the Optimists* (Princeton Univ. Press, Princeton, 2002), p. 158–161. Fait intéressant, le montant total en dollars des dividendes versés par les actions américaines a augmenté depuis la fin des années 1970, même après l'inflation, mais le nombre d'actions qui versent un dividende a diminué de près des deux tiers. Voir Harry DeAngelo, Linda DeAngelo et Douglas J. Skinner, «Are Dividends Disappearing? Concentration des**

dividendes et consolidation des bénéfices », disponible sur: http://papers.ssrn.com.

[10] Benjamin Franklin, qui aurait transporté ses pièces dans un sac à main en amiante pour que l'argent ne brûle pas un trou dans sa poche, aurait peut-être pu éviter ce problème s'il avait été PDG.

[11] Une étude de *BusinessWeek a* révélé que de 1995 à 2001, 61% des plus de 300 grandes fusions ont fini par détruire la richesse des actionnaires de la société absorbante - une condition connue sous le nom de «malédiction du gagnant» ou «remords de l'acheteur». Et les acquéreurs l'utilisation des actions plutôt que des espèces pour payer l'opération a sous-performé de 8% les sociétés rivales. (David Henry, «Les fusions: pourquoi la plupart des grosses *affaires* ne sont pas payantes», *BusinessWeek,* 14 octobre 2002, p. 60–70.) Une étude universitaire similaire a révélé que les acquisitions de sociétés privées et de filiales de sociétés publiques conduisent à des résultats positifs. le rendement des actions, mais que les acquisitions de sociétés ouvertes entières génèrent des pertes pour les actionnaires de l'enchérisseur gagnant. (Kathleen Fuller, Jeffry Netter et Mike Stegemoller, «Que nous disent les rendements des entreprises acquérantes?», *The Journal of Finance,* vol. 57, no. 4, août 2002, p. 1763–1793.)

[12] Avec des taux d'intérêt proches de creux records, une telle montagne de liquidités produit de mauvais rendements si elle se trouve juste autour. Comme l'affirme Graham, «tant que cet excédent de trésorerie reste avec l'entreprise, l'actionnaire extérieur en tire peu d'avantages» (édition 1949, p. 232). En effet, à la fin de 2002, le solde de trésorerie de Microsoft était passé à 43,4 milliards de dollars, preuve évidente que la société ne pouvait trouver aucune bonne utilisation des liquidités générées par ses activités. Comme le dirait Graham, les *opérations* de Microsoft étaient efficaces, mais son *financement* ne l'était plus. Dans le but de remédier à ce problème, Microsoft a déclaré début 2003 qu'il commencerait à verser un dividende trimestriel régulier.

[13] Robert D. Arnott et Clifford S. Asness, «Surprise! Des dividendes plus élevés = une croissance des bénéfices plus élevée », *Financial Analysts Journal,* janvier / février 2003, pp. 70–87.

[14] Doron Nissim et Amir Ziv, «Changements de dividendes et rentabilité future», *The Journal of Finance,* vol. 56, non. 6, décembre 2001, p. 2111–2133. Même les chercheurs qui ne sont pas d'accord

avec les résultats d'Arnott-Asness et de Nissim-Ziv sur les bénéfices futurs conviennent que les augmentations de dividendes conduisent à des rendements boursiers futurs plus élevés; voir Shlomo Benartzi, Roni Michaely et Richard Thaler, «Les changements de dividendes signalent-ils l'avenir ou le passé?» *The Journal of Finance,* vol. 52, non. 3, juillet 1997, p. 1007–1034.

[15] Les réformes fiscales proposées par le président George W. Bush au début de 2003 modifieraient l'imposition des dividendes, mais le sort de cette législation n'était pas encore clair au moment de la presse.

[16] Historiquement, les entreprises ont adopté une approche sensée à l'égard des rachats d'actions, en les réduisant lorsque les cours des actions étaient élevés et en les augmentant lorsque les cours étaient bas. Après le krach boursier du 19 octobre 1987, par exemple, 400 entreprises ont annoncé de nouveaux rachats au cours des 12 prochains jours seulement, alors que 107 entreprises seulement avaient annoncé des programmes de rachat au début de l'année, lorsque les cours des actions avaient été beaucoup plus élevés. Voir Murali Jagannathan, Clifford P. Stephens et Michael S. Weisbach, «La flexibilité financière et le choix entre les dividendes et les rachats d'actions», *Journal of Financial Economics,* vol. 57, non. 3, septembre 2000, p. 362.

[17] Les stock-options octroyées par une entreprise à ses dirigeants et salariés leur donnent le droit (mais non l'obligation) d'acheter à l'avenir des actions à un prix réduit. Cette conversion d'options en actions est appelée «exercice» des options. Les employés peuvent ensuite vendre les actions au prix du marché actuel et empocher la différence comme profit. Étant donné que des centaines de millions d'options peuvent être exercées au cours d'une année donnée, la société doit augmenter son offre d'actions en circulation. Ensuite, cependant, le bénéfice net total de la société serait réparti sur un nombre beaucoup plus élevé d'actions, ce qui réduirait son bénéfice par action. Par conséquent, la société se sent généralement obligée de racheter d'autres actions pour annuler les actions émises aux détenteurs d'options. En 1998, 63,5% des directeurs financiers ont reconnu que la neutralisation de la dilution des options était une raison majeure du rachat d'actions (voir CFO Forum, «The Buyback Track», *Institutional Investor,* juillet 1998).

[18] L'un des principaux facteurs à l'origine de ce changement a été la décision de la Securities and Exchange Commission des États-Unis, en

1982, d'assouplir ses précédentes restrictions sur les rachats d'actions. Voir Gustavo Grullon et Roni Michaely, «Dividendes, rachats d'actions et l'hypothèse de substitution», *The Journal of Finance,* vol. 57, non. 4, août 2002, p. 1649-1684.

[19] Tout au long de ses écrits, Graham insiste sur le fait que les directions d'entreprise ont le devoir non seulement de s'assurer que leurs actions ne sont pas sous-évaluées, mais également de veiller à ce qu'elles ne soient jamais surévaluées. Comme il l'a dit dans *Security Analysis* (1934 éd., P. 515), «la responsabilité des directions d'agir dans l'intérêt de leurs actionnaires comprend l'obligation d'empêcher - dans la mesure de leurs possibilités - l'établissement de l'une ou l'autre ou des prix indûment bas pour leurs titres. »Ainsi, accroître la valeur pour les actionnaires ne signifie pas seulement s'assurer que le cours de l'action ne descend pas trop bas; cela signifie aussi veiller à ce que le prix des actions ne va pas *jusqu'à* des niveaux injustifiables. Si seulement les dirigeants des sociétés Internet avaient écouté la sagesse de Graham en 1999!

[20] Incroyablement, bien que les options soient considérées comme une charge de rémunération dans les déclarations de revenus d'une entreprise, elles ne sont pas comptabilisées comme une charge dans le compte de résultat dans les rapports financiers aux actionnaires. Les investisseurs ne peuvent qu'espérer que les réformes comptables changeront cette pratique ridicule.

[21] Voir George W. Fenn et Nellie Liang, «Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives», *Journal of Financial Economics,* vol. 60, non. 1, avril 2001, p. 45–72. Les dividendes rendent les actions moins volatiles en fournissant un flux de revenu courant qui protège les actionnaires contre les fluctuations de la valeur marchande. Plusieurs chercheurs ont constaté que la rentabilité moyenne des entreprises ayant des programmes de rachat d'actions (mais pas de dividendes en espèces) est au moins deux fois plus volatile que celle des entreprises qui versent des dividendes. Ces bénéfices plus variables entraîneront, en général, des cours des actions plus dynamiques, rendant les options d'achat d'actions des gestionnaires plus précieuses - en créant plus d'opportunités lorsque les cours des actions seront temporairement élevés. Aujourd'hui, environ les deux tiers de la rémunération des dirigeants prennent la forme d'options et d'autres attributions sans contrepartie; Il y a trente ans, au moins les deux tiers des indemnités étaient versées en espèces.

[22] Déclaration de procuration d'Apple Computer Inc. pour l'assemblée annuelle d'avril 2001, p. 8 (disponible sur www.sec.gov). L'octroi d'options et la propriété d'actions de Jobs sont ajustés pour une répartition des actions deux pour une.

[*] À la fin des années 1990, ce conseil - qui peut être approprié pour une fondation ou une dotation avec un horizon d'investissement infiniment long - s'était propagé aux investisseurs individuels, dont la durée de vie est limitée. Dans l'édition de 1994 de son livre influent, *Stocks for the Long Run, le* professeur de finance Jeremy Siegel de la Wharton School a recommandé que les investisseurs «qui prennent des risques» achètent sur marge, empruntant plus d'un tiers de leur valeur nette pour couler de 135%. leurs actifs en stocks. Même des représentants du gouvernement ont accepté la loi: en février 1999, l'honorable Richard Dixon, trésorier de l'État du Maryland, a déclaré à l'auditoire lors d'une conférence sur les investissements: «Cela n'a aucun sens pour quiconque d'avoir de l'argent dans un fonds obligataire. "

[*] C'est l'une des rares erreurs de jugement de Graham. En 1973, deux ans seulement après que le président Richard Nixon eut imposé un contrôle des salaires et des prix, l'inflation a atteint 8,7%, son plus haut niveau depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. La décennie de 1973 à 1982 a été la plus inflationniste de l'histoire américaine moderne, le coût de la vie ayant plus que doublé.

[*] Voir p. 25.

[*] John Pierpont Morgan était le financier le plus puissant de la fin du XIXe et du début du XXe siècle. En raison de sa grande influence, on lui a constamment demandé ce que ferait la bourse. Morgan a développé une réponse heureusement courte et immanquablement précise: «Elle fluctuera». Voir Jean Strouse, *Morgan: American Financier* (Random House, 1999), p. 11.

[*] Le philosophe de l'investissement, Peter L. Bernstein, estime que Graham s'est trompé sur les métaux précieux, en particulier l'or, qui (au moins dans les années qui ont suivi la rédaction de ce chapitre) a montré une forte capacité à dépasser l'inflation. Le conseiller financier William Bernstein est d'accord, soulignant qu'une petite allocation à un fonds de métaux précieux (disons, 2% de votre actif total) est trop petite pour nuire à vos rendements globaux lorsque l'or se porte mal. Mais, quand l'or se porte bien, ses rendements sont souvent si spectaculaires - dépassant parfois 100% en un an - qu'il

peut, à lui seul, mettre en valeur un portefeuille autrement terne. Cependant, l'investisseur intelligent évite d'investir directement dans l'or, avec ses coûts élevés de stockage et d'assurance; recherchez plutôt un fonds commun de placement bien diversifié, spécialisé dans les actions de sociétés de métaux précieux et facturant moins de 1% des dépenses annuelles. Limitez votre participation à 2% de votre actif financier total (ou peut-être 5% si vous avez plus de 65 ans).

[1] **Le Bureau américain des statistiques du travail, qui calcule l'indice des prix à la consommation qui mesure l'inflation, gère un site Web complet et utile à l'adresse www.bls.gov/cpi/home.htm.**

[2] **Pour une discussion animée sur le scénario «l'inflation est morte», voir www.pbs. org / newshour / bb / economy / juillet-dec97 / inflation_12-16.html. En 1996, la Commission Boskin, un groupe d'économistes à qui le gouvernement a demandé de vérifier si le taux d'inflation officiel était exact, a estimé qu'il était surévalué, souvent de près de deux points de pourcentage par an. Pour le rapport de la commission, voir www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html. De nombreux experts en investissement estiment désormais que la déflation, ou la baisse des prix, est une menace encore plus grande que l'inflation; la meilleure façon de se prémunir contre ce risque est d'inclure les obligations comme composante permanente de votre portefeuille. (Voir le commentaire du chapitre 4.)**

[3] **Pour plus d'informations sur cet écueil comportemental, voir Eldar Shafir, Peter Diamond et Amos Tversky, «Money Illusion», dans Daniel Kahneman et Amos Tversky, éd., *Choices, Values, and Frames* (Cambridge University Press, 2000), pp 335–355.**

[4] **Cette année-là, le président Jimmy Carter a prononcé son fameux discours de «malaise», dans lequel il a mis en garde contre «une crise de confiance» qui «frappe le cœur, l'âme et l'esprit même de notre volonté nationale» et «menace de détruire les le tissu politique de l'Amérique. "**

[5] **Voir Stanley Fischer, Ratna Sahay et Carlos A. Vegh, «Modern Hyper- and High Inflations», National Bureau of Economic Research, Working Paper 8930, à l'adresse www.nber.org/papers/w8930.**

[6] **En fait, les États-Unis ont connu deux périodes d'hyperinflation. Pendant la Révolution américaine, les prix ont triplé chaque année de 1777 à 1779, avec une livre de beurre coûtant 12 $ et**

un baril de farine rapportant près de 1600 $ dans le Massachusetts révolutionnaire. Pendant la guerre civile, l'inflation a fait rage à des taux annuels de 29% (dans le Nord) et de près de 200% (dans la Confédération). Pas plus tard qu'en 1946, l'inflation a atteint 18,1% aux États-Unis.

[7] **Je remercie Laurence Siegel de la Fondation Ford pour cette perspicacité cynique mais précise. Inversement, en période de déflation (ou de baisse constante des prix), il est plus avantageux d'être prêteur que emprunteur - c'est pourquoi la plupart des investisseurs devraient conserver au moins une petite partie de leurs actifs en obligations, comme une forme d'assurance contre la déflation des prix. .**

[8] **Lorsque l'inflation est négative, elle est techniquement appelée «déflation». La baisse régulière des prix peut d'abord sembler attrayante, jusqu'à ce que vous pensiez à l'exemple japonais. Les prix se dégonflent au Japon depuis 1989, l'immobilier et le marché boursier chutant de valeur année après année - une torture de l'eau incessante pour la deuxième économie du monde.**

[9] **Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, 2003 Handbook* (Ibbotson Associates, Chicago, 2003), tableau 2-8. Le même schéma est évident en dehors des États-Unis: en Belgique, en Italie et en Allemagne, où l'inflation était particulièrement élevée au XXe siècle, «l'inflation semble avoir eu un impact négatif sur les marchés boursiers et obligataires», note Elroy Dimson, Paul. Marsh et Mike Staunton dans *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns* (Princeton University Press, 2002), p. 53.**

[10] Des informations **complètes, parfois obsolètes, sur les FPI sont disponibles sur www.nareit.com.**

[11] **Pour plus d'informations, voir www.vanguard.com, www.cohenandsteers. com, www.columbiafunds.com et www.fidelity.com. Les arguments pour investir dans un fonds FPI sont plus faibles si vous êtes propriétaire d'une maison, car cela vous donne un intérêt inhérent à la propriété immobilière.**

[12] **Une bonne introduction aux TIPS est disponible sur www.publicdebt.treas.gov/ of / ofinflin.htm. Pour des discussions plus avancées, voir www.federationreserve. gov / Pubs / feds / 2002/200232 / 200232pap.pdf, www.tiaa-crefinstitute.org/**

Publications / resdiags / 73_09-2002.htm et www.bwater.com/research_ ibonds.htm.

[13] Pour plus de détails sur ces fonds, voir www.vanguard.com ou www.fidelity.com.

[*] «On dit qu'un monarque oriental a une fois chargé ses sages de lui inventer une phrase, à jamais en vue, et qui devrait être vraie et appropriée en tout temps et dans toutes les situations. Ils lui ont présenté les mots: « *Et cela aussi passera.* «Combien cela exprime! Quel châtiment à l'heure de l'orgueil! - Quelle consolation au plus profond de l'affliction! «Et cela aussi passera. Et espérons cependant que ce n'est pas *tout à fait* vrai. »- Abraham Lincoln, Discours à la Wisconsin State Agricultural Society, Milwaukee, 30 septembre 1859, dans *Abraham Lincoln: Speeches and Writings, 1859–1865* (Library of America, 1985), vol. II, p. 101.

[*] «Gagner du pouvoir» est le terme utilisé par Graham pour désigner les bénéfices potentiels d'une entreprise ou, comme il le dit, le montant qu'une entreprise «pourrait gagner d'année en année si les conditions commerciales prévalant au cours de la période devaient rester inchangées» (*Analyse de sécurité* , 1934 éd., P. 354). Certaines de ses conférences montrent clairement que Graham voulait que le terme couvre des périodes de cinq ans ou plus. Vous pouvez approximativement mais commodément approximer le pouvoir de gain par action d'une entreprise en prenant l'inverse de son rapport prix / bénéfice; un stock avec un ratio P / E de 11 peut être considéré comme ayant un pouvoir de gain de 9% (ou 1 divisé par 11). Aujourd'hui, le «pouvoir de gagner» est souvent appelé «rendement des gains».

[*] Ce problème est examiné en détail dans le commentaire du chapitre 19.

[*] Graham a élégamment résumé la discussion qui suit dans une conférence qu'il a donnée en 1972: «La marge de sécurité est la différence entre le taux de pourcentage des gains sur les actions au prix que vous payez et le taux d'intérêt sur les obligations, et cette marge de sécurité est la différence qui absorberait les développements insatisfaisants. Au moment de l'édition de 1965 de *The Intelligent Investor,* le titre typique se vendait à 11 fois les bénéfices, ce qui donne un rendement d'environ 9% contre 4% sur les obligations. Dans ce cas, vous aviez une marge de sécurité de plus de 100%. Maintenant [en 1972] il n'y a pas de différence entre le taux de

bénéfice sur les actions et le taux d'intérêt sur les actions, et je dis qu'il n'y a pas de marge de sécurité... vous avez une marge de sécurité négative sur les actions... »Voir« Benjamin Graham: Réflexions sur Security Analysis »[transcription d'une conférence à la Northeast Missouri State University business school, mars 1972], ***Financial History,*** **no. 42, mars 1991, p. 9.**

*** Ce paragraphe - que Graham a écrit au début de 1972 - est une description étrangement précise des conditions du marché au début de 2003. (Pour plus de détails, voir le commentaire du chapitre 3.)**

*** Dans la roulette «américaine», la plupart des roues incluent 0 et 00 ainsi que les numéros 1 à 36, pour un total de 38 emplacements. Le casino offre un paiement maximum de 35 à 1. Et si vous misez 1 $ sur chaque numéro? Puisqu'une seule machine à sous peut être celle dans laquelle la balle tombe, vous gagnez 35 $ sur cette machine à sous, mais perdez 1 $ sur chacune de vos 37 autres machines à sous, pour une perte nette de 2 $. Cette différence de 2 $ (ou un écart de 5,26% sur votre mise totale de 38 $) est «l'avantage de la maison» du casino, garantissant qu'en** ***moyenne, les*** **joueurs de roulette perdent toujours plus qu'ils ne gagnent. Tout comme il est dans l'intérêt du joueur de roulette de miser aussi rarement que possible, il est dans l'intérêt du casino de faire tourner la roue de roulette. De même, l'investisseur intelligent doit chercher à maximiser le nombre de participations offrant «une meilleure chance de profit que de perte». Pour la plupart des investisseurs, la diversification est le moyen le plus simple et le moins cher d'élargir votre marge de sécurité.**

*** Graham dit qu'il n'y a rien de tel qu'un bon ou un mauvais stock; il n'y a que des stocks bon marché et des stocks chers. Même la meilleure entreprise devient une «vente» lorsque le cours de ses actions devient trop élevé, tandis que la pire entreprise vaut la peine d'être achetée si son stock baisse suffisamment.**

‡ Ceux-là mêmes qui considéraient la technologie et les télécommunications comme une «chose sûre» à la fin de 1999 et au début de 2000, alors qu'ils étaient terriblement hors de prix, les ont rejetés comme «trop risqués» en 2002 - même si, selon les mots exacts de Graham d'une période antérieure, «La dépréciation d'environ 90% du prix a rendu bon nombre de ces titres extrêmement attrayants et raisonnablement sûrs.» De même, les analystes de Wall Street ont toujours eu tendance à qualifier un titre d '«achat fort» lorsque son prix est élevé et à le qualifier de «vente». »Après que son prix a chuté -

exactement le contraire de ce que Graham (et le simple bon sens) dicteraient. Comme il le fait tout au long du livre, Graham distingue la spéculation - ou l'achat dans l'espoir que le prix d'une action continuera d'augmenter - d'investir ou d'acheter en fonction de la valeur de l'entreprise sous-jacente.

[*] Graham utilise «bon de souscription d'options d'achat d'actions» comme synonyme de «bon de souscription», un titre émis directement par une société donnant au détenteur le droit d'acheter les actions de la société à un prix prédéterminé. Les bons de souscription ont été presque entièrement remplacés par des options d'achat d'actions. Graham ironise qu'il entend l'exemple comme un «choc» parce que, même à son époque, les bons de souscription étaient considérés comme l'un des backwaters les plus mordants du marché. (Voir le commentaire du chapitre 16.)

[1] Comme l'a expliqué Charles Ellis, consultant en investissement, dans Jason Zweig, «L'homme le plus sage de Wall Street», *Money,* juin 2001, p. 49-52.

[2] Le cours de l'action de JDS Uniphase a été ajusté pour les fractionnements ultérieurs.

[3] Personne qui aurait diligemment recherché la réponse à cette question et accepté honnêtement les résultats n'aurait jamais échangé ou acheté des PAPE.

[4] Paul Slovic, «Informer et éduquer le public sur les risques», *Risk Analysis,* vol. 6, non. 4 (1986), p. 412.

[5] «The Wager», dans Blaise Pascal, *Pensées* (Penguin Books, Londres et New York, 1995), pp. 122-125; Peter L. Bernstein, Against the Gods (John Wiley & Sons, New York, 1996), pp. 68–70; Peter L. Bernstein, «Decision Theory in Iambic Pentameter», Economics & Portfolio Strategy, 1er janvier 2003, p. 2.

[*] L'étude, dans sa forme finale, était Lawrence Fisher et James H. Lorie, «Taux de rendement des investissements en actions ordinaires: le relevé annuel, 1926-1965», *The Journal of Business,* vol. XLI, non. 3 (juillet 1968), p. 291–316. Pour un résumé de la large influence de l'étude, voir http: // library.dfaus.com/reprints/work_of_art/.

[*] Voir pages 50–52.

[‡] Le «ratio cours / bénéfice» d'une action, ou d'une moyenne de marché comme l'indice S & P 500, est un outil simple pour prendre la température du marché. Si, par exemple, une entreprise a gagné 1 $ par action de revenu net au cours de la dernière année et que ses actions se vendent à 8,93 $ par action, son ratio cours / bénéfice serait de 8,93; si, toutefois, le titre se vend à 69,70 $, le rapport cours / bénéfice serait de 69,7. En général, un ratio cours / bénéfice (ou ratio «P / E») inférieur à 10 est considéré comme faible, entre 10 et 20 est considéré comme modéré et supérieur à 20 est considéré comme cher. (Pour plus d'informations sur les ratios P / E, voir p. 168.)

[1] Si les dividendes ne sont pas inclus, les actions ont chuté de 47,8% au cours de ces deux années.

[1] Dans les années 1840, ces indices s'étaient élargis pour inclure un maximum de sept titres financiers et 27 titres de chemin de fer - un échantillon absurdement non représentatif du jeune marché boursier américain en pleine effervescence.

[2] Voir Jason Zweig, «New Cause for Caution on Stocks», *Time,* 6 mai 2002, p. 71. Comme Graham l'indique à la p. 65, même les indices boursiers entre 1871 et les années 1920 souffrent de biais de survie, grâce aux centaines de sociétés automobiles, aéronautiques et radiophoniques qui ont fait faillite. Ces rendements sont également probablement surestimés de un à deux points de pourcentage.

[2] Ces cours boursiers moins chers ne signifient pas, bien sûr, que les investisseurs s'attendent à un rendement des actions de 7%.

[3] Voir Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run* (McGraw-Hill, 2002), p. 94, et Robert Arnott et William Bernstein, «The Two Percent Dilution», document de travail, juillet 2002.

[*] Voir la «conclusion» de Graham au chapitre 2, p. 56-57.

[*] L'opposition de Graham aux obligations à rendement élevé est atténuée aujourd'hui par la disponibilité généralisée de fonds communs de placement qui répartissent le risque et effectuent des recherches sur la possession d '«obligations indésirables». Voir le commentaire du chapitre 6 pour plus de détails.

[‡] † Les obligations «Nouveaux logements» et «Nouvelles débentures communautaires» ne sont plus. Les nouvelles obligations de la Housing Authority étaient soutenues par le Département américain du

logement et du développement urbain (HUD) et étaient exonérées de l'impôt sur le revenu, mais elles n'ont pas été émises depuis 1974. De nouvelles débentures communautaires, également soutenues par le HUD, ont été autorisées par une loi fédérale adoptée en 1968. Environ 350 millions de dollars de ces débentures ont été émis jusqu'en 1975, mais le programme a pris fin en 1983.

[*] Le «coupon» d'une obligation est son taux d'intérêt; une obligation à «coupon bas» paie un taux d'intérêt inférieur à la moyenne du marché.

[*] Bien que la logique de Graham reste valide, les chiffres ont changé. Les sociétés peuvent actuellement déduire 70% du revenu qu'elles reçoivent des dividendes, et le taux normal d'imposition des sociétés est de 35%. Ainsi, une société paierait environ 24,50 $ d'impôt sur 100 $ de dividendes d'actions privilégiées contre 35 $ d'impôt sur 100 $ de revenus d'intérêts. Les particuliers paient le même taux d'imposition sur le revenu de dividendes qu'ils le font sur les revenus d'intérêts, de sorte que les actions privilégiées ne leur offrent aucun avantage fiscal.

[1] Pour en savoir plus sur la distinction entre un investissement physiquement et intellectuellement difficile d'une part et un investissement émotionnellement difficile de l'autre, voir le chapitre 8 ainsi que Charles D. Ellis, «Three Ways to Succeed as an Investor», dans Charles D. Ellis et James R. Vertin, éd., *The Investor's Anthology* (John Wiley & Sons, 1997), p. 72.

[2] Une récente recherche Google pour l'expression «âge et répartition des actifs» a révélé plus de 30 000 références en ligne.

[3] James K. Glassman et Kevin A. Hassett, *Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market* (Times Business, 1999), p. 250.

[4] Pour un essai fascinant sur ce phénomène psychologique, voir «Miswanting» de Daniel Gilbert et Timothy Wilson, à www.wjh.harvard.edu/˜dtg/ Gilbert _ & _ Wilson (Miswanting) .pdf.

[5] Dans un souci de simplicité, cet exemple suppose que les stocks ont augmenté instantanément.

[6] Pour l'année d'imposition 2003, la tranche d'imposition fédérale la plus basse s'applique aux personnes seules gagnant moins de 28 400 $

ou aux personnes mariées (déposant conjointement) gagnant moins de 47 450 $.

[7] **Deux bons calculateurs en ligne qui vous aideront à comparer le revenu après impôt des obligations municipales et imposables se trouvent sur www.investinginbonds. com / cgi-bin / calculator.pl et www.lebenthal.com/index_infocenter.html. Pour décider si un «muni» vous convient, recherchez le «rendement équivalent imposable» généré par ces calculatrices, puis comparez ce nombre au rendement actuellement disponible sur les bons du Trésor (http://money.cnn.com/markets/bondcenter / ou www.bloomberg.com/markets/C13.html). Si le rendement des bons du Trésor est supérieur au rendement équivalent imposable, les munis ne sont pas pour vous. Dans tous les cas, sachez que les obligations et fonds municipaux génèrent des revenus inférieurs et des fluctuations de prix plus importantes que la plupart des obligations imposables. De plus, l'impôt minimum de remplacement, qui frappe désormais de nombreux Américains à revenu intermédiaire, peut annuler les avantages des obligations municipales.**

[8] **Pour une excellente introduction à l'investissement obligataire, voir http: //flagship.van guard.com/web/planret/AdvicePTIBInvestmentsInvestingInBonds.ht ml#Inter estRates. Pour une explication encore plus simple des obligations, voir http: //money.cnn. com / pf / 101 / leçons / 7 /. Un portefeuille «échelonné», détenant des obligations sur une gamme d'échéances, est un autre moyen de couvrir le risque de taux d'intérêt.**

[9] **Pour plus d'informations, voir www.vanguard.com, www.fidelity.com, www. schwab.com et www.troweprice.com.**

[10] **Pour un résumé en ligne accessible de l'investissement obligataire, voir www.aaii.com/ promo / 20021118 / bonds.shtml.**

[11] **En général, les rentes variables ne sont pas attrayantes pour les investisseurs de moins de 50 ans qui s'attendent à être dans une tranche d'imposition élevée pendant la retraite ou qui n'ont pas déjà cotisé le maximum à leurs comptes 401 (k) ou IRA existants. Les rentes fixes (à l'exception notable de celles de TIAA-CREF) peuvent modifier leurs taux «garantis» et vous faire payer des frais de rachat désagréables. Pour une analyse approfondie et objective des rentes, voir deux superbes articles de Walter Updegrave: «Income for**

Life», *Money,* juillet 2002, pp. 89–96, et «Annuity Buyer's Guide», *Money,* novembre 2002, pp. 104 –110.

[12] Pour en savoir plus sur le rôle des dividendes dans un portefeuille, voir le chapitre 19.

[*] Au début de 1949, le rendement annuel moyen produit par les actions au cours des 20 dernières années était de 3,1%, contre 3,9% pour les bons du Trésor à long terme, ce qui signifie que 10 000 $ investis en actions auraient augmenté pour atteindre 18 415 $ au cours de cette période, tandis que le le même montant en obligations se serait transformé en 21 494 $. Naturellement, 1949 s'est avéré être un moment fabuleux pour acheter des actions: au cours de la prochaine décennie, l'indice Standard & Poor's 500 actions a gagné en moyenne 20,1% par an, l'un des meilleurs rendements à long terme de l'histoire de la Bourse américaine.

[‡] Les commentaires antérieurs de Graham à ce sujet figurent aux pages 19 et 20. Imaginez ce qu'il aurait pensé du marché boursier de la fin des années 1990, dans lequel chaque nouveau record a été considéré comme une "preuve" supplémentaire que les actions étaient la voie sans risque vers la richesse!

[*] Le Dow Jones Industrial Average a clôturé à un sommet alors record de 381,17 le 3 septembre 1929. Il n'a clôturé au-dessus de ce niveau que le 23 novembre 1954 - plus d'un quart de siècle plus tard - lorsqu'il a atteint 382,74. (Lorsque vous dites que vous avez l'intention de détenir des actions «à long terme», vous rendez-vous compte de la durée possible - ou que de nombreux investisseurs qui ont acheté en 1929 n'étaient même plus en vie en 1954?) Cependant, pour les investisseurs patients qui ont réinvesti leurs revenus, les rendements boursiers ont été positifs au cours de cette période autrement sombre, tout simplement parce que les rendements en dividendes ont été en moyenne de plus de 5,6% par an. Selon les professeurs Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton de la London Business School, si vous aviez investi 1 $ dans des actions américaines en 1900 et dépensé tous vos dividendes, votre portefeuille d'actions serait passé à 198 $ en 2000. Mais si vous aviez réinvesti tous vos dividendes, votre portefeuille d'actions aurait valu 16 797 $! Loin d'être une réflexion après coup, les dividendes sont la plus grande force dans l'investissement en actions.

[‡] Pourquoi les «cours élevés» des actions affectent-ils leurs rendements en dividendes? Le rendement d'une action est le rapport

entre son dividende en espèces et le prix d'une action ordinaire. Si une entreprise verse un dividende annuel de 2 $ lorsque son cours de bourse est de 100 $ par action, son rendement est de 2%. Mais si le cours de l'action double alors que le dividende reste constant, le rendement du dividende tombera à 1%. En 1959, lorsque la tendance repérée par Graham en 1957 est devenue perceptible par tout le monde, la plupart des experts de Wall Street ont déclaré que cela ne pouvait pas durer. Jamais auparavant les actions n'avaient rapporté moins que les obligations; après tout, puisque les actions sont plus risquées que les obligations, pourquoi est-ce que quelqu'un les achèterait du tout à moins qu'il ne verse un revenu de dividende supplémentaire pour compenser son plus grand risque? Les experts ont fait valoir que les obligations dépasseraient les actions pendant quelques mois au plus, puis que les choses redeviendraient «normales». Plus de quatre décennies plus tard, la relation n'a plus jamais été normale; le rendement des actions est (jusqu'à présent) resté en permanence inférieur au rendement des obligations.

* Voir pages 56–57 et 88–89.

‡ Pour une autre vision de la diversification, voir l'encadré dans le commentaire du chapitre 14 (p. 368).

* L'investisseur défensif d'aujourd'hui devrait probablement insister sur au moins 10 ans de dividendes continus (ce qui éliminerait de la considération un seul membre du Dow Jones Industrial Average — Microsoft — et laisserait encore au moins 317 actions parmi les S&P Indice 500). Même insister sur 20 ans de dividendes ininterrompus ne serait pas trop restrictif; selon Morgan Stanley, 255 entreprises du S & P 500 respectaient cette norme à la fin de 2002.

‡ La «règle de 72» est un outil mental pratique. Pour estimer le temps nécessaire pour doubler un montant d'argent, il suffit de diviser son taux de croissance présumé en 72. À 6%, par exemple, l'argent doublera en 12 ans (72 divisé par 6 = 12). Au taux de 7,1% cité par Graham, un titre de croissance doublera son bénéfice en un peu plus de 10 ans (72 / 7,1 = 10,1 ans).

* Graham fait cette remarque à la p. 73.

‡ Pour montrer que les observations de Graham sont éternellement vraies, nous pouvons substituer Microsoft à IBM et Cisco à Texas Instruments. À trente ans d'intervalle, les résultats sont étrangement similaires: le stock de Microsoft a chuté de 55,7% de 2000 à 2002,

tandis que le stock de Cisco, qui avait augmenté d'environ 50 fois au cours des six années précédentes, a perdu 76% de sa valeur de 2000 à 2002. Comme pour Texas Instruments, la baisse du cours des actions de Cisco a été plus marquée que la baisse de ses bénéfices, qui n'ont chuté que de 39,2% (en comparant la moyenne triennale de 1997-1999 à 2000-2002). Comme toujours, plus ils sont chauds, plus ils tombent fort.

[*] «Multiplicateur de bénéfices» est synonyme de P / E ou de ratios cours / bénéfices, qui mesurent le montant que les investisseurs sont prêts à payer pour une action par rapport à la rentabilité de l'entreprise sous-jacente. (Voir la note † à la page 70 du chapitre 3.)

[‡] Les investisseurs peuvent désormais configurer leur propre système automatisé pour surveiller la qualité de leurs avoirs en utilisant des «trackers de portefeuille» interactifs sur des sites Web tels que www.quicken.com, moneycentral.msn.com, finance.yahoo.com et www.morningstar .com. Graham mettrait toutefois en garde contre le recours exclusif à un tel système; vous devez utiliser votre propre jugement pour compléter le logiciel.

[*] Pour mettre à jour les chiffres de Graham, prenez chaque montant en dollars dans cette section et multipliez-le par cinq.

[*] Dans les marchés d'aujourd'hui, pour être considérée comme grande, une entreprise doit avoir une valeur totale des actions (ou «capitalisation boursière») d'au moins 10 milliards de dollars. Selon le testeur de stock en ligne à http://screen.yahoo.com/stocks.html, cela vous donnait environ 300 titres à choisir au début de 2003.

[1] Peter Lynch avec John Rothchild, *One Up on Wall Street* (Penguin, 1989), p. 23.

[2] Entretien de Kevin Landis sur CNN *In the Money,* 5 novembre 1999, 11A. Heure normale de l'Est. Si le propre record de Landis est une indication, se concentrer sur «les choses que vous savez» n'est pas «tout ce que vous avez vraiment besoin de faire» pour sélectionner les actions avec succès. De la fin de 1999 à la fin de 2002, le fonds Landis (plein de sociétés technologiques qu'il prétendait connaître «de première main» depuis sa base de la Silicon Valley) a perdu 73,2% de sa valeur, un coup encore pire que le fonds technologique moyen a souffert au cours de cette période.

[3] Sarah Lichtenstein et Baruch Fischhoff, «Est-ce que ceux qui en savent plus en savent aussi plus sur ce qu'ils en savent?» *Comportement organisationnel et performance humaine,* vol. 20, non. 2, décembre 1977, p. 159–183.

[4] Voir Gur Huberman, «Familiarity Breeds Investment»; Joshua D. Coval et Tobias J. Moskowitz, «La géographie de l'investissement»; et Gur Huberman et Paul Sengmuller, «Company Stock in 401 (k) Plans», tous disponibles sur http://papers.ssrn.com.

[5] Selon le professeur de finance Charles Jones de la Columbia Business School, le coût d'une petite opération à sens unique (achat ou vente) dans une action cotée à la Bourse de New York est passé d'environ 1,25% à l'époque de Graham à environ 0,25. % en 2000. Pour les institutions comme les fonds communs de placement, ces coûts sont en fait plus élevés. (Voir Charles M. Jones, «Un siècle de liquidité boursière et de coûts de transaction», à l'adresse http://papers.ssrn.com.)

[6] Pour aider à déterminer si les actions que vous possédez sont suffisamment diversifiées dans différents secteurs industriels, vous pouvez utiliser la fonction gratuite «Instant X-Ray» sur www.morningstar.com ou consulter les informations sectorielles (Global Industry Classification Standard) sur www.standardandpoors .com.

[7] Pour en savoir plus sur la justification du maintien d'une partie de votre portefeuille dans des actions étrangères, voir pp. 186–187.

[8] Source: tableur fourni gracieusement par Ibbotson Associates. Bien qu'il n'ait pas été possible pour les investisseurs particuliers d'acheter l'intégralité de l'indice S & P 500 avant 1976, l'exemple prouve néanmoins le pouvoir d'acheter davantage lorsque les cours des actions baissent.

[*] Ici, Graham a glissé la langue. Après avoir insisté au chapitre 1 sur le fait que la définition d'un investisseur «entreprenant» ne dépend pas de la quantité de risque que vous recherchez, mais de la quantité de travail que vous êtes prêt à investir, Graham retombe sur la notion conventionnelle selon laquelle les investisseurs entreprenants sont plus «agressifs». . »Le reste du chapitre, cependant, montre clairement que Graham s'en tient à sa définition originale. (Le grand économiste britannique John Maynard Keynes semble avoir été le premier à

utiliser le terme «entreprise» comme synonyme d'investissement analytique.)

[* Les] «émissions à coupon élevé» sont des obligations de sociétés payant des taux d'intérêt supérieurs à la moyenne (sur les marchés actuels, au moins 8%) ou des actions privilégiées offrant des rendements de dividendes élevés (10% ou plus). Si une entreprise doit payer des taux d'intérêt élevés pour emprunter de l'argent, c'est un signal fondamental qu'elle est risquée. Pour en savoir plus sur les obligations à haut rendement ou «indésirables», voir pp. 145–147.

[‡] Au début de 2003, les rendements équivalents étaient d'environ 5,1% sur les obligations de sociétés de qualité supérieure et 4,7% sur les obligations municipales à 20 ans libres d'impôt. Pour mettre à jour ces rendements, voir www.bondsonline.com/asp/news/composites/html ou www.bloomberg.com/markets/rates.html et www.bloomberg.com/markets/ psamuni.html.

[*] Pour un exemple récent qui renforce douloureusement l'argument de Graham, voir p. 146 ci-dessous.

[*] Les prix des obligations sont indiqués en pourcentage de «valeur nominale» ou 100. Une obligation au prix de «85» se vend à 85% de sa valeur principale; une obligation initialement offerte pour 10 000 $, mais qui se vend maintenant à 85 $, coûtera 8 500 $. Lorsque les obligations se vendent en dessous de 100, elles sont appelées obligations «à escompte»; au-dessus de 100, ils deviennent des obligations «premium».

[* Les] nouvelles émissions d'actions ordinaires - offres publiques initiales ou introductions en bourse - sont normalement vendues avec un «rabais de souscription» (une commission intégrée) de 7%. En revanche, la commission de l'acheteur sur les anciennes actions ordinaires est généralement inférieure à 4%. Chaque fois que Wall Street gagne environ deux fois plus pour vendre quelque chose de nouveau que pour vendre quelque chose d'ancien, le nouveau sera plus difficile à vendre.

[‡] Récemment, les professeurs de finance Owen Lamont de l'Université de Chicago et Paul Schultz de l'Université de Notre Dame ont montré que les sociétés choisissent d'offrir de nouvelles actions au public lorsque la bourse est proche d'un pic. Pour une discussion technique de ces questions, voir «Evaluating Value Weighting: Corporate Events

and Market Timing» de Lamont et Schultz «Pseudo Market Timing and the Long-Run Performance of IPOs» sur http: // papers.ssrn.com.

[*] **Au cours des deux années allant de juin 1960 à mai 1962, plus de 850 sociétés ont vendu leurs actions au public pour la première fois, en moyenne plus d'une par jour. Fin 1967, le marché des introductions en bourse s'est de nouveau réchauffé; en 1969, 781 nouveaux stocks étonnants sont nés. Cette offre excédentaire a contribué à créer les marchés baissiers de 1969 et 1973-1974. En 1974, le marché des introductions en bourse était si mort que seulement neuf nouveaux stocks ont été créés toute l'année; 1975 n'a vu naître que 14 stocks. Cette offre insuffisante, à son tour, a contribué à alimenter le marché haussier des années 80, lorsque près de 4 000 nouvelles actions ont inondé le marché, ce qui a déclenché l'enthousiasme excessif qui a conduit au krach de 1987. Puis le cycle a de nouveau basculé dans le sens inverse, les introductions en bourse s'étant taries en 1988-1990. Cette pénurie a contribué au marché haussier des années 90 - et, au bon moment, Wall Street est retournée dans le secteur de la création de nouveaux stocks, lançant près de 5 000 introductions en bourse. Puis, après l'éclatement de la bulle en 2000, seulement 88 introductions en bourse ont été émises en 2001 - le total annuel le plus bas depuis 1979. Dans tous les cas, le public a été brûlé par les introductions en bourse, est resté absent pendant au moins deux ans, mais est toujours revenu pour un autre échaudage. Depuis que les marchés boursiers existent, les investisseurs sont passés par ce cycle maniaco-dépressif. Dans le premier grand boom des introductions en bourse en Amérique, en 1825, un homme aurait été écrasé dans la ruée des spéculateurs essayant d'acheter des actions de la nouvelle Bank of Southwark; les acheteurs les plus riches ont engagé des voyous pour se frayer un chemin jusqu'au bout de la ligne. Effectivement, en 1829, les actions avaient perdu environ 25% de leur valeur.**

[*] **Ici, Graham décrit les offres de droits, dans lesquelles les investisseurs qui détiennent déjà une action sont invités à verser encore plus d'argent pour maintenir le même intérêt proportionnel dans l'entreprise. Cette forme de financement, encore répandue en Europe, est devenue rare aux États-Unis, sauf parmi les fonds de type fermé.**

[*] **À l'époque de Graham, les banques d'investissement les plus prestigieuses évitaient généralement les introductions en bourse, considérées comme une exploitation indigne d'investisseurs naïfs. Au**

plus fort du boom des introductions en bourse à la fin de 1999 et au début de 2000, cependant, les plus grandes banques d'investissement de Wall Street avaient sauté du pied. Les vénérables entreprises ont abandonné leur prudence traditionnelle et se sont comportées comme des lutteurs de boue ivres, se précipitant pour imposer des actions ridiculement surévaluées à un public désespérément désireux. La description de Graham sur le fonctionnement du processus d'introduction en bourse est un classique qui devrait être lu dans les cours d'éthique de la banque d'investissement, s'il y en a.

[1] Voir www.calpers.ca.gov/whatshap/hottopic/worldcom_faqs.htm et www. calpers.ca.gov/whatsnew/press/2002/0716a.htm; Retirement Systems of Alabama Quarterly Investment Report pour le 31 mai 2001, à l'adresse www.rsa.state.al. us / Investments / quarterly_report.htm; et John Bender, comanager Strong Corporate Bond Fund, cité dans www.businessweek.com/magazine/content/01_22/ b3734118.htm.

[2] Ces chiffres sont tous tirés du prospectus ou du document de vente de WorldCom pour l'offre obligataire. Déposé le 11 mai 2001, il peut être consulté à l'adresse www.sec.gov/ edgar / Recherchégar / companysearch.html (dans la fenêtre «Nom de l'entreprise», entrez «WorldCom»). Même sans le recul actuel de 20/20 que les bénéfices de WorldCom étaient frauduleusement surestimés, l'offre d'obligations de WorldCom aurait consterné Graham.

[3] Pour obtenir de la documentation sur l'effondrement de WorldCom, voir www.worldcom.com/ infodesk.

[1] Au début des années 1970, lorsque Graham a écrit, il y avait moins d'une douzaine de fonds d'obligations de pacotille, dont presque tous facturaient des commissions de vente pouvant atteindre 8,5%; certains ont même fait payer aux investisseurs des frais pour le privilège de réinvestir leurs dividendes mensuels dans le fonds.

[2] Edward I. Altman et Gaurav Bana, «Defaults and Returns on High-Yield Bonds», document de recherche, Stern School of Business, New York University, 2002.

[3] Graham n'a pas critiqué à la légère les obligations étrangères, car il a passé plusieurs années au début de sa carrière en tant qu'agent obligataire basé à New York pour des emprunteurs au Japon.

[4] Deux fonds obligataires des marchés émergents à faible coût et bien gérés sont Fidelity New Markets Income Fund et T. Rowe Price Emerging Markets Bond Fund; pour plus d'informations, voir www.fidelity.com, www.troweprice.com et www. morningstar.com. N'achetez pas de fonds obligataire des marchés émergents dont les charges d'exploitation annuelles sont supérieures à 1,25%, et sachez que certains de ces fonds facturent des frais de rachat à court terme pour décourager les investisseurs de les conserver moins de trois mois.

[5] La source définitive des frais de courtage est le Plexus Group de Santa Monica, en Californie, et son site Web, www.plexusgroup.com. Plexus fait valoir de manière convaincante que, tout comme la majeure partie de la masse d'un iceberg se trouve sous la surface de l'océan, la majeure partie des frais de courtage sont invisibles - induisant les investisseurs en erreur en leur faisant croire que leurs frais de négociation sont insignifiants si les frais de commission sont faibles. Les coûts de négociation des actions NASDAQ sont considérablement plus élevés pour les particuliers que les coûts de négociation des actions cotées au NYSE (voir p. 128, note 5).

[6] Les conditions du monde réel sont encore plus dures, car nous ignorons les impôts sur le revenu des États dans cet exemple.

[7] Les conclusions de Barber et Odean sont disponibles sur http: //faculty.haas.berkeley. edu / odean / Current% 20Research.htm et http://faculty.gsm.ucdavis.edu/ ˜bmbarber / research / default.html. De nombreuses études ont d'ailleurs trouvé des résultats pratiquement identiques chez les gestionnaires de fonds professionnels - ce n'est donc pas un problème limité aux individus «naïfs».

[8] Voir www.microsoft.com/msft/stock.htm, «IPO investment results».

[9] Jay R. Ritter et Ivo Welch, «A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations», *Journal of Finance,* août 2002, p. 1797. Site Web de Ritter, http: // bear.cba.ufl.edu/ritter/, et page d'accueil de Welch, http: //welch.som.yale. edu /, sont des mines d'or de données pour quiconque s'intéresse aux introductions en bourse.

[10] Message no. 9, publié par «GoldFingers 69», sur le forum VA Linux (LNUX) à messages.yahoo.com, daté du 16 décembre 1999. MSFT est le symbole boursier de Microsoft Corp.

[*] Comme déjà indiqué (voir p. 96, note †), les obligations de la New Housing Authority et de la New Community ne sont plus émises.

[‡] Aujourd'hui, ces «obligations de moindre qualité» dans le domaine des «situations spéciales» sont appelées obligations en difficulté ou en défaut. Lorsqu'une entreprise s'approche de la faillite, ses actions ordinaires deviennent essentiellement sans valeur, car la loi américaine sur la faillite confère aux détenteurs d'obligations une action en justice beaucoup plus solide que les actionnaires. Mais si l'entreprise se réorganise avec succès et sort de la faillite, les détenteurs d'obligations reçoivent souvent des actions dans la nouvelle entreprise, et la valeur des obligations se rétablit généralement une fois que l'entreprise est en mesure de payer à nouveau des intérêts. Ainsi, les obligations d'une entreprise en difficulté peuvent fonctionner presque aussi bien que les actions ordinaires d'une entreprise saine. Dans ces situations spéciales, comme le dit Graham, «il n'existe pas de véritable distinction entre les obligations et les actions ordinaires» (ou

[*] Notez très attentivement ce que Graham dit ici. Écrivant en 1972, il soutient que la période depuis 1949 - une période de plus de 22 ans - est une période trop courte pour tirer des conclusions fiables! Grâce à sa maîtrise des mathématiques, Graham n'oublie jamais que des conclusions objectives nécessitent de très longs échantillons de grandes quantités de données. Les charlatans qui colportent des gadgets de sélection de titres «éprouvés» ont presque toujours basé leurs découvertes sur des échantillons plus petits que Graham n'accepterait jamais. (Graham a souvent utilisé des périodes de 50 ans pour analyser les données passées.)

[‡] Aujourd'hui, l'investisseur entreprenant peut assembler une telle liste sur Internet en visitant des sites Web tels que www.morningstar.com (essayez l'outil Stock Quickrank), www.quicken.com/investments/stocks/search/full et http: / / yahoo. marketguide.com.

[*] Au cours de la période de 10 ans se terminant le 31 décembre 2002, les fonds investissant dans de grandes sociétés en croissance - l'équivalent actuel de ce que Graham appelle les «fonds de croissance» - ont gagné une moyenne annuelle de 5,6%, sous-performant le marché boursier global en moyenne de 3,7 points de pourcentage par année. Cependant, les fonds de «grande valeur» investissant dans de grandes sociétés à un prix plus raisonnable ont également sous-

performé le marché au cours de la même période (de un point de pourcentage par an). Le problème est-il simplement que les fonds de croissance ne peuvent pas sélectionner de manière fiable des actions qui surclasseront le marché à l'avenir? Ou est-ce que les coûts élevés de gestion du fonds moyen (qu'il achète des sociétés de croissance ou de «valeur») dépassent tout rendement supplémentaire que les gestionnaires peuvent gagner avec leurs choix de titres? Pour mettre à jour la performance des fonds par type, voir www.morningstar.com, «Category Returns». Pour un rappel éclairant de la périssabilité des performances de différents styles d'investissement, voir www.callan.com/resource/periodic_ table / pertable.pdf .

*** Graham fait cette remarque pour vous rappeler qu'un investisseur «entreprenant» n'est pas celui qui prend plus de risques que la moyenne ou qui achète des actions de «croissance agressive»; un investisseur entreprenant est tout simplement celui qui est prêt à consacrer plus de temps et d'efforts à la recherche de son portefeuille.**

‡ Notez que Graham insiste sur le calcul du ratio cours / bénéfices sur la base d'une moyenne pluriannuelle des gains passés. De cette façon, vous réduisez les chances de surestimer la valeur d'une entreprise en vous basant sur une explosion de rentabilité temporairement élevée. Imaginez qu'une entreprise ait gagné 3 $ par action au cours des 12 derniers mois, mais en moyenne seulement 50 cents par action au cours des six années précédentes. Quel chiffre - le soudain 3 $ ou les 50 cents stables - est le plus susceptible de représenter une tendance durable? À 25 fois les 3 $ qu'il a gagnés au cours de la dernière année, le stock serait au prix de 75 $. Mais à 25 fois le bénéfice moyen des sept dernières années (6 $ de bénéfice total, divisé par sept, équivaut à 85,7 cents par action de revenu annuel moyen), l'action ne coûterait que 21,43 $. Le nombre que vous choisissez fait une grande différence. Enfin, il convient de noter que la méthode qui prévaut à Wall Street aujourd'hui - baser les ratios cours / bénéfices principalement sur les «bénéfices de l'année prochaine» - serait un anathème pour Graham. Comment pouvez-vous évaluer une entreprise sur la base de revenus qu'elle n'a même pas encore générés? Cela revient à fixer les prix des maisons en fonction d'une rumeur selon laquelle Cendrillon construirait son nouveau château juste au coin de la rue.

*** Des exemples récents martèlent le point de Graham. Le 21 septembre 2000, Intel Corp., fabricant de puces informatiques, a annoncé qu'il prévoyait une croissance de ses revenus pouvant atteindre 5% au**

cours du prochain trimestre. À première vue, cela sonne bien; la plupart des grandes entreprises seraient ravies d'augmenter leurs ventes de 5% en seulement trois mois. Mais en réponse, les actions d'Intel ont chuté de 22%, une perte d'un jour de près de 91 milliards de dollars en valeur totale. Pourquoi? Les analystes de Wall Street s'attendaient à ce que les revenus d'Intel augmentent jusqu'à 10%. De même, le 21 février 2001, EMC Corp., une entreprise de stockage de données, a annoncé qu'elle prévoyait une augmentation de ses revenus d'au moins 25% en 2001, mais qu'une nouvelle prudence chez les clients "pourrait entraîner des cycles de vente plus longs". Sur cette bouffée d'hésitation, les actions d'EMC ont perdu 12,8% de leur valeur en une seule journée.

* **L'équivalent actuel des investisseurs «qui entretiennent des relations étroites avec la société en question» sont des soi-disant personnes de contrôle - des cadres supérieurs ou des directeurs qui aident à diriger la société et possèdent d'énormes blocs d'actions. Des dirigeants tels que Bill Gates de Microsoft ou Warren Buffett de Berkshire Hathaway ont un contrôle direct sur le destin d'une entreprise - et les investisseurs extérieurs veulent voir ces chefs d'entreprise conserver leur large participation comme un vote de confiance. Mais les cadres inférieurs et les employés de base ne peuvent pas influer sur le cours de l'action de l'entreprise avec leurs décisions individuelles; ils ne devraient donc pas mettre plus qu'un petit pourcentage de leurs actifs dans les actions de leur propre employeur. En ce qui concerne les investisseurs extérieurs, quelle que soit la façon dont ils pensent connaître l'entreprise, la même objection s'applique.**

* **Drexel Firestone, une banque d'investissement de Philadelphie, a fusionné en 1973 avec Burnham & Co. et est devenue plus tard Drexel Burnham Lambert, célèbre pour son financement par junk-bond du boom des acquisitions des années 1980.**

‡ **Cette stratégie d'achat des actions les moins chères du Dow Jones Industrial Average est désormais surnommée l'approche «Dogs of the Dow». Des informations sur le «Dow 10» sont disponibles sur www.djindexes.com/jsp/dow510Faq.jsp.**

* **Parmi les montagnes les plus escarpées récemment construites en taupinières: en mai 1998, Pfizer Inc. et la Food and Drug Administration des États-Unis ont annoncé que six hommes prenant le médicament anti-impuissance de Pfizer, le Viagra, étaient décédés de**

crises cardiaques lors de leurs relations sexuelles. Les actions de Pfizer sont immédiatement devenues flasques, perdant 3,4% en une seule journée en raison de transactions lourdes. Mais les parts de Pfizer ont bondi lorsque la recherche a montré plus tard qu'il n'y avait aucune raison de s'alarmer; le stock a gagné environ un tiers au cours des deux prochaines années. Fin 1997, les actions de Warner-Lambert Co. ont chuté de 19% en un jour où les ventes de son nouveau médicament contre le diabète ont été temporairement interrompues en Angleterre; en six mois, le stock avait presque doublé. À la fin de 2002, Carnival Corp., qui exploite des navires de croisière, a perdu environ 10% de sa valeur après que les touristes sont tombés avec une diarrhée et des vomissements sévères - sur des navires dirigés par d'autres sociétés.

* **Par «fonds de roulement net», Graham désigne les actifs courants d'une entreprise (comme la trésorerie, les titres négociables et les stocks) moins son passif total (y compris les actions privilégiées et la dette à long terme).**

* **De 1975 à 1983, les petites actions («secondaires») ont surpassé les grandes actions avec une moyenne étonnante de 17,6 points de pourcentage par an. Le public investisseur a adopté avec enthousiasme les petites actions, les sociétés de fonds communs de placement ont déployé des centaines de nouveaux fonds spécialisés dans ces actions et les petites actions obligées en *sous-performant les* grandes actions de cinq points de pourcentage par an au cours de la prochaine décennie. Le cycle s'est reproduit en 1999, lorsque les petites actions ont battu les grandes actions de près de neuf points de pourcentage, ce qui a incité les banquiers d'investissement à vendre pour la première fois au public des centaines de petites actions de haute technologie. Au lieu de «électronique», «ordinateurs» ou «franchise» dans leur nom, les nouveaux mots à la mode étaient «.com», «optique», «sans fil» et même des préfixes comme «e-» et «I-». Investir les mots à la mode se transforment toujours en scies à chantourner, déchirant tous ceux qui y croient.**

* Les **obligations de chemin de fer en défaut n'offrent pas de possibilités importantes aujourd'hui. Cependant, comme déjà indiqué, les obligations de pacotille en détresse et en défaut, ainsi que les obligations convertibles émises par des sociétés de haute technologie, peuvent offrir une valeur réelle dans le sillage du krach boursier de 2000-2002. Mais la diversification dans ce domaine est essentielle - et impossible sans au moins 100 000 $ à consacrer uniquement aux**

titres en difficulté. À moins que vous ne soyez millionnaire plusieurs fois, ce type de diversification n'est pas une option.

[*] Un exemple récent classique est Philip Morris, dont les actions ont perdu 23% en deux jours après qu'un tribunal de Floride a autorisé les jurés à envisager des dommages-intérêts punitifs allant jusqu'à 200 milliards de dollars contre l'entreprise - qui avait finalement admis que les cigarettes pouvaient provoquer le cancer. En un an, l'action de Philip Morris avait doublé - pour retomber après un jugement ultérieur de plusieurs milliards de dollars dans l'Illinois. Plusieurs autres actions ont été pratiquement détruites par des poursuites en responsabilité civile, notamment Johns Manville, WR Grace et USG Corp. Ainsi, «ne jamais souscrire à une poursuite» reste une règle valable pour tous, sauf les investisseurs les plus intrépides.

[1] Lisa Gibbs, «Optic Uptick», *Money,* avril 2000, p. 54-55.

[2] Brooke Southall, «Cisco's Endgame Strategy», *InvestmentNews,* 30 novembre 2000, p. 1, 23.

[1] «La vérité sur le timing», *Barron's,* 5 novembre 2001, p. 20. Le titre de cet article est un rappel utile d'un principe durable pour l'investisseur intelligent. Chaque fois que vous voyez le mot «vérité» dans un article sur l'investissement, préparez-vous; bon nombre des citations qui suivent sont probablement des mensonges. (D'une part, un investisseur qui a acheté des actions en 1966 et les a détenues jusqu'à la fin de 2001 se serait retrouvé avec au moins 40 $, et non 11,71 $; l'étude citée dans *Barron's* semble avoir ignoré le réinvestissement des dividendes.)

[2] The *New York Times,* 7 janvier 1973, section spéciale «Economic Survey», p. 2, 19, 44.

[3] Communiqué de presse, «C'est le bon moment pour être sur le marché, dit RM Leary & Company», le 3 décembre 2001.

[4] Vous auriez également économisé des milliers de dollars en frais d'abonnement annuel (qui n'ont pas été déduits des calculs des retours de ces newsletters). Et les frais de courtage et les impôts sur les gains en capital à court terme sont généralement beaucoup plus élevés pour les minuteries de marché que pour les investisseurs «buy and hold». Pour l'étude Duke, voir John R. Graham et Campbell R. Harvey, «Grading the Performance of Market-Timing

Newsletters», *Financial Analysts Journal,* novembre / décembre 1997, pp. 54–66, également disponible sur www.duke. edu / ˜charvey / research.htm.

[5] Pour en savoir plus sur les alternatives judicieuses à la synchronisation du marché - le rééquilibrage et la moyenne des coûts en dollars - voir les chapitres 5 et 8.

[6] Carol J. Loomis, «The 15% Delusion», *Fortune,* 5 février 2001, p. 102-108.

[7] Voir Jason Zweig, «A Matter of Expectations», *Money,* janvier 2001, p. 49–50.

[8] Louis KC Chan, Jason Karceski et Josef Lakonishok, «The Level and Persistence of Growth Rates», National Bureau of Economic Research, document de travail n ° 8282, mai 2001, disponible sur www.nber.org/papers/ w8282.

[9] Presque exactement 20 ans plus tôt, en octobre 1982, les actions de Johnson & Johnson ont perdu 17,5% de sa valeur en une semaine lorsque plusieurs personnes sont mortes après avoir ingéré du Tylenol qui avait été lacé avec du cyanure par un étranger inconnu. Johnson & Johnson a répondu en ouvrant la voie à l'utilisation d'emballages inviolables, et le stock a continué à être l'un des grands investissements des années 1980.

[10] Pour l'observation qu'il est incroyablement difficile de rester sur le *Forbes* 400, je suis redevable au gestionnaire d'investissement Kenneth Fisher (lui-même chroniqueur *Forbes*).

[11] À la fin des années 1990, les prévisions des «stratèges de marché» sont devenues plus influentes que jamais. Ils ne sont malheureusement pas devenus plus précis. Le 10 mars 2000, le jour même où l'indice composite NASDAQ a atteint son plus haut historique de 5048,62, Ralph Acampora, analyste technique en chef de Prudential Securities, a déclaré aux *États-Unis aujourd'hui* qu'il s'attendait à ce que le NASDAQ atteigne 6 000 dans un délai de 12 à 18 mois. Cinq semaines plus tard, le NASDAQ était déjà tombé à 3321,29 - mais Thomas Galvin, un stratège de marché chez Donaldson, Lufkin & Jenrette, a déclaré qu '«il n'y a que 200 ou 300 points de baisse pour le NASDAQ et 2000 à la hausse». Il s'est avéré que il n'y avait aucun point à la hausse et plus de 2000 à la baisse, car le NASDAQ a continué de s'effondrer jusqu'à ce qu'il atteigne finalement le fond le 9 octobre

2002, à 1114.11. En mars 2001, Abby Joseph Cohen, stratège en chef des investissements chez Goldman, Sachs & Co., a prédit que l'indice de 500 actions Standard & Poor's clôturerait l'année à 1650 et que le Dow Jones Industrial Average terminerait 2001 à 13000. "Nous ne nous attendons pas à une récession", a déclaré Cohen, "et pensons que les bénéfices des entreprises devraient croître à des taux de croissance proches de la tendance plus tard cette année." L'économie américaine s'enfonçait dans la récession alors même qu'elle parlait, et le S & P 500 a terminé 2001 à 1148,08, tandis que le Dow Jones a terminé à 10 021,50 - 30% et 23% en dessous de ses prévisions, respectivement.

*** Voir p. 3.**

*** Sans marchés baissiers pour faire baisser les cours des actions, quiconque attend «d'acheter bas» se sentira complètement laissé de côté - et, trop souvent, finira par abandonner toute ancienne prudence et à sauter avec les deux pieds. C'est pourquoi le message de Graham sur l'importance de *la discipline émotionnelle* est si important. D'octobre 1990 à janvier 2000, le Dow Jones Industrial Average a progressé sans relâche, ne perdant jamais plus de 20% et ne subissant une perte de 10% ou plus que trois fois. Gain total (sans compter les dividendes): 395,7%. Selon Crandall, Pierce & Co., il s'agissait du deuxième marché haussier ininterrompu du siècle dernier; seul le boom de 1949-1961 a duré plus longtemps. Plus un marché haussier dure, plus les investisseurs seront sévèrement atteints d'amnésie; après environ cinq ans, beaucoup de gens ne croient plus que les marchés baissiers sont même possibles. Tous ceux qui oublient sont condamnés à être rappelés; et, en bourse, les souvenirs retrouvés sont toujours désagréables.**

*** Graham discute de cette «politique recommandée» au chapitre 4 (pp. 89–91). Cette politique, désormais appelée «allocation tactique d'actifs», est largement suivie par les investisseurs institutionnels comme les fonds de pension et les dotations universitaires.**

*** Beaucoup de ces «planificateurs de formules» auraient vendu tous leurs stocks à la fin de 1954, après que le marché boursier américain ait augmenté de 52,6%, le deuxième rendement annuel le plus élevé jamais enregistré. Au cours des cinq prochaines années, ces minuteries de marché se seraient probablement tenues à l'écart alors que les stocks doublaient.**

† Les moyens faciles de gagner de l'argent en bourse s'estompent pour deux raisons: la tendance naturelle des tendances à s'inverser au fil du temps, ou à «régresser vers la moyenne», et l'adoption rapide du système de sélection de titres par un grand nombre de personnes, qui entasser et gâter tout le plaisir de ceux qui sont arrivés en premier. (Notez que, se référant à son «expérience décourageante», Graham est - comme toujours - honnête en admettant ses propres échecs.) Voir Jason Zweig, «Murphy Was an Investor», *Money,* juillet 2002, pp. 61–62, et Jason Zweig, «Jeu du Nouvel An», *Money,* décembre 2000, p. 89–90.

*** L'équivalent d'aujourd'hui de ce que Graham appelle les «sociétés de deuxième ligne» serait n'importe lequel des milliers d'actions non incluses dans l'indice de 500 actions Standard & Poor's. Une liste régulièrement révisée des 500 actions de l'indice S & P est disponible sur www.standardandpoors.com.**

‡ Notez attentivement ce que Graham dit ici. Il est non seulement possible, mais probable, que la plupart des actions que vous possédez gagnent au moins 50% de leur prix le plus bas et perdent au moins 33% de leur prix le plus élevé, quels que soient les actions que vous possédez ou si le marché dans son ensemble monte ou descend. Si vous ne pouvez pas vivre avec cela - ou si vous pensez que votre portefeuille en est en quelque sorte magiquement exempté - alors vous n'avez pas encore le droit de vous appeler un investisseur. (Graham fait référence à une baisse de 33% comme «un tiers équivalent», car un gain de 50% porte un stock de 10 $ à 15 $. À partir de 15 $, une perte de 33% [ou une baisse de 5 $] le ramène à 10 $, là où il a commencé .)

*** Pour l'investisseur d'aujourd'hui, la stratégie idéale pour poursuivre cette «formule» est le rééquilibrage, dont nous discutons aux pages 104–105.**

*** La plupart des entreprises ne fournissent aujourd'hui «un certificat de stock gravé» que sur demande spéciale. Les actions existent, pour la plupart, sous une forme purement électronique (tout comme votre compte bancaire contient des crédits et des débits informatisés, pas de la monnaie réelle) et sont donc devenus encore plus faciles à négocier qu'ils ne l'étaient à l'époque de Graham.**

‡ La valeur liquidative, la valeur comptable, la valeur au bilan et la valeur des actifs corporels sont tous synonymes de la valeur nette ou de la valeur totale des actifs physiques et financiers d'une entreprise

moins tous ses passifs. Il peut être calculé à l'aide des bilans des rapports annuels et trimestriels d'une entreprise; du total des capitaux propres, soustrayez tous les actifs «immatériels» tels que le goodwill, les marques de commerce et autres actifs incorporels. Divisez par le nombre entièrement dilué d'actions en circulation pour arriver à la valeur comptable par action.

[*] L'utilisation par Graham du mot «paradoxe» est probablement une allusion à un article classique de David Durand, «Growth Stocks and the Petersburg Paradox», *The Journal of Finance,* vol. XII, non. 3, septembre 1957, p. 348–363, qui compare l'investissement dans des actions de croissance à prix élevé à des paris sur une série de tours de pièces dans lesquels le gain augmente à chaque coup de pièce. Durand souligne que si un titre de croissance pouvait continuer de croître à un rythme élevé pendant une période indéfinie, un investisseur devrait (en théorie) être prêt à payer un prix infini pour ses actions. Pourquoi, alors, aucune action n'a-t-elle jamais été vendue au prix de l'infini par action? Parce que plus le taux de croissance futur supposé est élevé et plus la période sur laquelle il est attendu est longue, plus la marge d'erreur augmente et plus le coût d'une erreur de calcul, même minuscule, augmente. Graham discute de ce problème plus en détail à l'annexe 4 (p. 570).

[*] L'histoire la plus récente d'A & P n'est pas différente. À la fin de 1999, son cours de bourse était de 27,875 $; à la fin de 2000, 7,00 $; un an plus tard, 23,78 $; à la fin de 2002, 8,06 $. Bien que certaines irrégularités comptables aient été révélées plus tard chez A&P, il défie toute logique de croire que la valeur d'une entreprise relativement stable comme l'épicerie pourrait chuter des trois quarts en un an, tripler l'année suivante, puis chuter des deux tiers l'année suivante.

[*] «Seulement dans la mesure où cela convient à son livre» signifie «seulement dans la mesure où le prix est suffisamment favorable pour justifier la vente de l'action». Dans le jargon traditionnel du courtage, le «livre» est le grand livre de l'investisseur sur les avoirs et les transactions.

[‡] C'est peut-être le paragraphe le plus important de tout le livre de Graham. En ces 113 mots, Graham résume sa vie d'expérience. Vous ne pouvez pas lire ces mots trop souvent; ils sont comme la Kryptonite pour les marchés baissiers. Si vous les gardez à portée de main et les laissez vous guider tout au long de votre vie d'investissement, vous survivrez à tout ce que les marchés vous lanceront.

[*] Graham a beaucoup plus à dire sur ce que l'on appelle maintenant la «gouvernance d'entreprise». Voir le commentaire du chapitre 19.

[*] Selon ce que Graham a appelé «la règle des contraires», en 2002, les rendements des bons du Trésor américain à long terme ont atteint leur *plus bas* niveau depuis 1963. Étant donné que les rendements obligataires évoluent inversement par rapport aux prix, ces faibles rendements signifiaient que les prix avaient augmenté, ce qui rendait les investisseurs les plus désireux d'acheter tout comme les obligations étaient à leur prix le plus élevé et comme leurs rendements futurs étaient presque garantis d'être faibles. Cela fournit une autre preuve de la leçon de Graham que l'investisseur intelligent doit refuser de prendre des décisions basées sur les fluctuations du marché.

[*] Une analyse mise à jour pour les lecteurs d'aujourd'hui, expliquant les rendements récents et la plus grande variété d'obligations et de fonds obligataires disponibles aujourd'hui, peut être trouvée dans le commentaire du chapitre 4.

[*] Comme mentionné dans le commentaire des chapitres 2 et 4, les titres protégés contre l'inflation du Trésor, ou TIPS, sont une nouvelle version améliorée de ce que Graham propose ici.

[1] Voir le texte de Graham, pp. 204-205.

[2] Comme Graham l'a noté dans une série d'articles classiques en 1932, la Grande Dépression a fait chuter les actions de dizaines d'entreprises en dessous de la valeur de leurs liquidités et autres actifs liquides, ce qui les rend «valant plus de morts que de vivants».

[3] Communiqué de presse, The Spectrem Group, «Les promoteurs de régimes perdent la bataille pour empêcher la baisse de la participation et les reports dans les régimes à cotisations définies», 25 octobre 2002.

[4] Quelques mois plus tard, le 10 mars 2000, le jour même où le NASDAQ a atteint son plus haut niveau, le spécialiste du commerce en ligne James J. Cramer a écrit qu'il avait été "à plusieurs reprises" tenté ces derniers jours de vendre Berkshire Hathaway à découvert, un Je parie que l'action de Buffett avait encore plus baissé. Avec une poussée vulgaire de son bassin rhétorique, Cramer a même déclaré que les actions de Berkshire étaient «mûres pour le claquement». Le même jour, le stratège de marché Ralph Acampora de Prudential

Securities a demandé: «Norfolk Southern ou Cisco Systems: où voulez-vous être? l'avenir? »Cisco, une des clés des autoroutes Internet de demain, semblait l'avoir partout dans Norfolk Southern, qui faisait partie du système ferroviaire d'hier. (Au cours de l'année suivante, Norfolk Southern a gagné 35%, tandis que Cisco a perdu 70%.)

[5] Lorsqu'on lui a demandé ce qui empêche la plupart des investisseurs individuels de réussir, Graham a répondu de manière concise: «La principale cause d'échec est qu'ils accordent trop d'attention à ce que fait actuellement le marché boursier.» Voir «Benjamin Graham: Réflexions sur l'analyse de la sécurité» [transcription d'une conférence à la Northeast Missouri State University Business School, mars 1972], *Financial History* magazine, no. 42, mars 1991, p. 8.

[6] Ne jamais l' esprit ce que signifient ces termes, ou qu'ils sont censés signifier. Alors qu'en public ces classifications sont traitées avec le plus grand respect, en privé la plupart des gens de l'investissement les considèrent avec le mépris normalement réservé aux blagues qui ne sont pas drôles.

[7] Voir la brillante chronique de Walter Updegrave, «Keep It Real», *Money,* février 2002, p. 53-56.

[8] Voir Jason Zweig, «Avez-vous battu le marché?» *Money,* janvier 2000, p. 55-58.

[9] Les neurosciences de l'investissement sont explorées dans Jason Zweig, «Are You Wired for Wealth?» *Money,* octobre 2002, pp. 74–83, également disponible sur http: // money.cnn.com/2002/09/25/ pf / investment / agenda_brain _short / index.htm. Voir aussi Jason Zweig, «The Trouble with Humans», *Money,* novembre 2000, p. 67–70.

[10] Il vaut également la peine de demander si vous pourriez aimer vivre dans votre maison si son prix du marché était rapporté au dernier sou chaque jour dans les journaux et à la télévision.

[11] Dans une série d'expériences remarquables à la fin des années 1980, un psychologue de Columbia and Harvard, Paul Andreassen, a montré que les investisseurs qui recevaient des mises à jour fréquentes sur leurs actions gagnaient la moitié des retours des investisseurs qui n'avaient aucune nouvelle. Voir Jason Zweig, «Voici comment utiliser les actualités et éliminer le bruit», *Money,* juillet 1998, p. 63-64.

[12] La législation fiscale fédérale est sujette à des changements constants. L'exemple de stock de Coca-Cola donné ici est valide en vertu des dispositions du code fiscal américain tel qu'il était au début de 2003.

[13] Cet exemple suppose que l'investisseur n'a réalisé aucun gain en capital en 2002 et n'a réinvesti aucun dividende sur le coke. Les échanges fiscaux ne doivent pas être effectués à la légère, car ils peuvent être manipulés facilement. Avant de procéder à un échange fiscal, lisez la publication 550 de l'IRS (www.irs.gov/pub/irspdf/p550.pdf). Un bon guide pour gérer vos impôts sur les investissements est Robert N. Gordon avec Jan M. Rosen, *Wall Street Secrets for Tax-Efficient Investing* (Bloomberg Press, Princeton, New Jersey, 2001). Enfin, avant d'appuyer sur la gâchette, consultez un conseiller fiscal professionnel.

[*] Il s'agit d'une violation de la loi fédérale pour un fonds commun de placement à capital variable, un fonds à capital fixe ou un fonds négocié en bourse de vendre des actions au public, sauf s'il a «enregistré» (ou fait des dépôts financiers obligatoires) auprès de la SEC .

[‡] L'industrie des fonds est passée de «très grande» à immense. À la fin de 2002, il y avait 8 279 fonds communs de placement détenant 6,56 billions de dollars; 514 fonds à capital fixe avec 149,6 milliards de dollars d'actifs; et 116 fonds d'échange ou FNB avec 109,7 milliards de dollars. Ces chiffres excluent les placements de type fonds comme les rentes variables et les fonds communs de placement.

[*] Des listes des principaux types de fonds communs de placement sont disponibles sur www.ici.org/ pdf / g2understanding.pdf et http://news.morningstar.com/fundReturns/ CategoryReturns.html. Les fonds boursiers n'existent plus, tandis que les fonds spéculatifs sont généralement interdits par les règles de la SEC de vendre des actions à tout investisseur dont le revenu annuel est inférieur à 200 000 $ ou dont la valeur nette est inférieure à 1 million de dollars.

[‡] Aujourd'hui, la charge de vente maximale sur un fonds d'actions a tendance à se situer autour de 5,75%. Si vous investissez 10000 $ dans un fonds avec une charge de vente fixe de 5,75%, 575 $ iront à la personne (et à la firme de courtage) qui vous l'a vendu, vous laissant un investissement net initial de 9425 $. Les frais de vente de 575 $ représentent en fait 6,1% de ce montant, c'est pourquoi Graham

appelle la méthode standard de calcul des frais un «gadget de vente». Depuis les années 1980, les fonds sans frais sont devenus populaires et ils n'ont plus tendance à être plus petits que de charger des fonds.

‡ Presque tous les OPC sont aujourd'hui imposés en tant que «société d'investissement réglementée» ou RIC, qui est exonérée de l'impôt sur les sociétés tant qu'elle verse la quasi-totalité de ses revenus à ses actionnaires. Dans «l'option» que Graham omet «pour éviter l'encombrement», un fonds peut demander à la SEC une autorisation spéciale pour distribuer une de ses participations directement aux actionnaires du fonds - comme l'a fait sa Graham-Newman Corp. en 1948, en répartissant les actions dans GEICO aux propres investisseurs de Graham-Newman. Ce type de distribution est extraordinairement rare.

*** Les fonds à double usage, populaires à la fin des années 1980, ont essentiellement disparu du marché - une honte, car ils offraient aux investisseurs un moyen plus flexible de tirer parti des compétences de grands cueilleurs de titres comme John Neff. Peut-être que le récent marché baissier entraînera une renaissance de ce véhicule d'investissement attrayant.**

† Les «fonds de performance» faisaient fureur à la fin des années 1960. Ils étaient équivalents aux fonds de croissance agressifs de la fin des années 90 et ne servaient pas mieux leurs investisseurs.

*** Pour des périodes aussi longues que 10 ans, les rendements du Dow et du S & P 500 peuvent diverger de marges assez larges. Cependant, au cours de la durée de vie typique d'un investissement, disons 25 à 50 ans, leurs rendements ont eu tendance à converger assez étroitement.**

*** L'une des «sociétés condamnées» à laquelle Graham fait référence était National Student Marketing Corp., un jeu de con déguisé en actions, dont la saga a été racontée avec brio dans *The Funny Money Game d'* Andrew Tobias (Playboy Press, New York, 1971). Parmi les investisseurs prétendument sophistiqués qui ont été snookés par le fondateur charismatique de NSM, Cort Randell, se trouvaient les fonds de dotation de Cornell et Harvard et les services fiduciaires de banques prestigieuses telles que Morgan Guaranty et Bankers Trust.**

*** Comme seule preuve la plus récente que «plus les choses changent, plus elles restent les mêmes», considérez que Ryan Jacob, un garçon de 29 ans se demande, a lancé le Jacob Internet Fund à la fin de 1999,**

après avoir produit un 216 % de rendement sur son précédent fonds dot-com. Les investisseurs ont versé près de 300 millions de dollars dans le fonds de Jacob au cours des premières semaines de 2000. Il a ensuite perdu 79,1% en 2000, 56,4% en 2001 et 13% en 2002, un effondrement cumulé de 92%. Cette perte a peut-être rendu les investisseurs de M. Jacob encore plus âgés et plus sages que lui.

[‡] Curieusement, le boom et l'effondrement désastreux de 1999-2002 sont également survenus environ 35 ans après le précédent cycle d'aliénation mentale. Il faudra peut-être environ 35 ans pour que les investisseurs qui se souviennent du dernier engouement de la «nouvelle économie» deviennent moins influents que ceux qui ne s'en souviennent pas. Si cette intuition est correcte, l'investisseur intelligent devrait être particulièrement vigilant vers l'an 2030.

[*] L'équivalent d'aujourd'hui des «rares exceptions» de Graham sont généralement des fonds ouverts qui sont fermés aux nouveaux investisseurs, ce qui signifie que les gestionnaires ont cessé de recevoir plus de liquidités. Bien que cela réduise les frais de gestion qu'ils peuvent gagner, cela maximise les rendements que leurs actionnaires actuels peuvent gagner. Parce que la plupart des gestionnaires de fonds préfèrent chercher le n ° 1 que le n ° 1, fermer un fonds à de nouveaux investisseurs est une étape rare et courageuse.

[1] Voir Jason Zweig, «Avez-vous battu le marché?» *Money,* janvier 2000, p. 55–58; *Time* / CNN poll # 15, 25-26 octobre 2000, question 29.

[1 Des] fonds sectoriels spécialisés dans presque toutes les industries imaginables sont disponibles — et remontent aux années 1920. Après près de 80 ans d'histoire, les preuves sont accablantes: le secteur le plus lucratif et donc le plus populaire d'une année donnée se révèle souvent être parmi les moins performants de l'année suivante. Tout comme les mains oisives sont l'atelier du diable, les fonds sectoriels sont l'ennemi juré de l'investisseur.

[2] La recherche sur le rendement des fonds communs de placement est trop volumineuse pour être citée. Des résumés et des liens utiles sont disponibles sur: www.investorhome.com/mutual. htm # do, www.ssrn.com (entrez «fonds commun de placement» dans la fenêtre de recherche) et www.stanford.edu/˜wfsharpe/art/art.htm.

[3] Cela ne veut pas dire que ces fonds auraient mieux fait si leurs gestionnaires «super-stars» étaient restés en place; tout ce dont nous pouvons être sûrs, c'est que les deux fonds s'en sont mal sortis.

[4] Il y a une deuxième leçon ici: pour réussir, l'investisseur individuel doit soit éviter de magasiner dans la même liste d'actions préférées qui ont déjà été sélectionnées par les institutions géantes, soit les posséder beaucoup plus patiemment. Voir Erik R. Sirri et Peter Tufano, «Costly Search and Mutual Fund Flows», *The Journal of Finance,* vol. 53, non. 8, octobre 1998, p. 1589–1622; Keith C. Brown, WV Harlow et Laura Starks, «Of Tournaments and Temptations», *The Journal of Finance,* vol. 51, non. 1, mars 1996, p. 85–110; Josef Lakonishok, Andrei Shleifer et Robert Vishny, document de travail «Que font les gestionnaires d'argent?», Université de l'Illinois, février 1997; Stanley Eakins, Stanley Stansell et Paul Wertheim, «Composition du portefeuille institutionnel», *Revue trimestrielle d'économie et de finance,* vol. 38, non. 1, printemps 1998, p. 93–110; Paul Gompers et Andrew Metrick, «Investisseurs institutionnels et cours des actions», *The Quarterly Journal of Economics,* vol. 116, non. 1, février 2001, p. 229-260.

[5] Étonnamment, cette illustration sous- *estime* l'avantage des fonds indiciels, car la base de données dont elle est issue ne comprend pas les antécédents de centaines de fonds qui ont disparu au cours de ces périodes. Mesuré avec plus de précision, l'avantage de l'indexation serait écrasant.

[6] Voir Benjamin Graham, *Benjamin Graham: Mémoires du doyen de Wall Street,* Seymour Chatman, éd. (McGraw-Hill, New York, 1996), p. 273, et Janet Lowe, *The Rediscovered Benjamin Graham: Selected Writings of the Wall Street Legend* (John Wiley & Sons, New York, 1999), p. 273. Comme l'écrivait Warren Buffett dans son rapport annuel de 1996: «La plupart des investisseurs, institutionnels et individuels, trouveront que la meilleure façon de détenir des actions ordinaires est par le biais d'un fonds indiciel qui facture des frais minimes. Ceux qui suivent cette voie sont sûrs de battre les résultats nets (après frais et dépenses) fournis par la grande majorité des professionnels de l'investissement. »(Voir www.berkshirehathaway. Com / 1996ar / 1996.html.)

[7] Une liste complète des sociétés qui composent le S&P 500 est disponible sur www.standardandpoors.com.

[8] Voir Noel Capon, Gavan Fitzsimons et Russ Alan Prince, «An Individual Level Analysis of the Mutual Fund Investment Decision», *Journal of Financial Services Research,* vol. 10, 1996, p. 59–82; Investment Company Institute, «Understanding Shareholders 'Use of Information and Advisers», printemps 1997, à l'adresse www.ici.org/pdf/rpt_undstnd_share.pdf, p. 21; Gordon Alexander, Jonathan Jones et Peter Nigro, «Mutual Fund Shareholders: Characteristics, Investor Knowledge, and Sources of Information», OCC working paper, décembre 1997, à www.occ.treas.gov/ftp/workpaper/wp97-13 .pdf.

[9] Les investisseurs peuvent rechercher facilement des fonds qui répondent à ces obstacles de dépenses en utilisant les outils de sélection de fonds sur www.morningstar.com et http: // money. cnn.com.

[10] Voir Matthew Morey, «Rating the Raters: An Investigation of Mutual Fund Rating Services», *Journal of Investment Consulting,* vol. 5, non. 2, novembre / décembre 2002. Bien que ses notations en étoiles soient un faible prédicteur des résultats futurs, Morningstar est la meilleure source d'informations sur les fonds pour les investisseurs individuels.

[11] Contrairement à un fonds commun de placement, un fonds à capital fixe n'émet pas de nouvelles actions directement à quiconque souhaite les acheter. Au lieu de cela, un investisseur doit acheter des actions non pas du fonds lui-même, mais d'un autre actionnaire qui est disposé à s'en séparer. Ainsi, le prix des actions fluctue au-dessus et au-dessous de leur valeur liquidative, en fonction de l'offre et de la demande.

[12] Pour plus d'informations, voir www.morningstar.com et www.etfconnect. com.

[13] index Contrairement aux fonds communs de placement, FNB indiciels sont soumis à des commissions d'achat d'actions standard lorsque vous achetez et les vendre et ces commissions sont souvent évaluées sur des achats supplémentaires ou les dividendes réinvestis. Les détails sont disponibles sur www.ishares.com, www.streettracks.com, www.amex.com et www.indexfunds.com.

[14] Voir le rapport aux actionnaires de Sequoia du 30 juin 1999 à l'adresse www.sequoia fund.com/Reports/Quarterly/SemiAnn99.htm. Sequoia est fermé aux

nouveaux investisseurs depuis 1982, ce qui a renforcé sa superbe performance.

[15] **Jason Zweig, «Ce que les investisseurs de fonds doivent vraiment savoir», *Money,* juin 2002, p. 110-115.**

[16] **Voir l'entretien avec Ellis dans Jason Zweig, «L'homme le plus sage de Wall Street», *Money,* juin 2001, p. 49-52.**

[1] **Alternativement, vous pouvez racheter l'option d'achat, mais vous devrez en subir une perte - et les options peuvent avoir des coûts de négociation encore plus élevés que les actions.**

[1] **Pour mettre cette affirmation en perspective, réfléchissez à la fréquence à laquelle vous êtes susceptible d'acheter un titre à 30 $ et de le vendre à 600 $.**

[2] **Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (Harper & Row, 1949), p. 4.**

[3] **Un «hedge fund» est un pool d'argent, largement non réglementé par le gouvernement, investi de manière agressive pour les clients riches. Pour une superbe narration de l'histoire du LTCM, voir Roger Lowenstein, *When Genius Failed* (Random House, 2000).**

[4] **John Carswell, *The South Sea Bubble* (Cresset Press, Londres, 1960), pp. 131, 199. Voir également www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd. html.**

[5] **Constance Loizos, «Q&A: Alex Cheung», *InvestmentNews* , 17 mai 1999, p. Le rendement sur 20 ans le plus élevé de l'histoire des fonds communs de placement était de 25,8% par an, atteint par le légendaire Peter Lynch de Fidelity Magellan au cours des deux décennies se terminant le 31 décembre 1994. Le rendement de Lynch a transformé 10 000 $ en plus de 982 000 $ en 20 ans. Cheung prédit que son fonds transformerait 10 000 $ en plus de 4 millions de dollars sur la même période. Au lieu de considérer Cheung comme ridiculement trop optimiste, les investisseurs lui ont jeté de l'argent, injectant plus de 100 millions de dollars dans son fonds au cours de la prochaine année. Un investissement de 10 000 $ dans le Monument Internet Fund en mai 1999 aurait été ramené à environ 2 000 $ à la fin de 2002. (Le fonds Monument n'existe plus sous sa forme originale et est maintenant connu sous le nom d'Orbitex Emerging Technology Fund.)**

[6] Lisa Reilly Cullen, «The Triple Digit Club», *Money* , décembre 1999, p. 170. Si vous aviez investi 10 000 $ dans le fonds de Vilar à la fin de 1999, vous auriez terminé 2002 avec seulement 1 195 $ restant - l'une des pires destructions de richesse de l'histoire de l'industrie des fonds communs de placement.

[7] Voir www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html. Les actions préférées de Cramer n'allaient pas «toujours plus haut dans les bons et les mauvais moments». À la fin de 2002, l'un des 10 avait déjà fait faillite, et un investissement de 10 000 $ réparti également entre les choix de Cramer aurait perdu 94%, vous laissant avec un total de 597,44 $. Peut-être que Cramer voulait dire que ses actions seraient des «gagnants» non pas dans «le nouveau monde», mais dans le monde à venir.

[8] La seule exception à cette règle est un investisseur au stade avancé de la retraite, qui peut ne pas être en mesure de survivre à un long marché baissier. Pourtant, même un investisseur âgé ne devrait pas vendre ses actions simplement parce qu'elles ont baissé; cette approche non seulement transforme ses pertes de papier en pertes réelles, mais prive ses héritiers du potentiel d'hériter de ces stocks à moindre coût à des fins fiscales.

[*] Raskob (1879–1950) était administrateur de Du Pont, la société chimique géante, et président du comité des finances de General Motors. Il a également été président national du Parti démocrate et a été le moteur de la construction de l'Empire State Building. Les calculs du professeur de finance Jeremy Siegel confirment que le plan de Raskob aurait atteint un peu moins de 9000 $ après 20 ans, bien que l'inflation aurait rongé une grande partie de ce gain. Pour le meilleur aperçu récent des vues de Raskob sur l'investissement en actions à long terme, voir l'essai du conseiller financier William Bernstein sur www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm.

[*] La «brève discussion» de Graham se divise en deux parties, à la p. 33 et pp. 191–192. Pour plus de détails sur la théorie Dow, voir http://viking.som.yale.edu/will/ dow / dowpage.html.

[†] Les fonds communs de placement ont acheté du «papier à lettres» dans des transactions privées, puis ont immédiatement réévalué ces actions à un prix public plus élevé (voir la définition de Graham à la p. 579). Cela a permis à ces fonds «go-go» de rapporter des rendements insoutenablement élevés au milieu des années 60. La Securities and Exchange Commission des États-Unis a réprimé cet abus en 1969, et ce

n'est plus une préoccupation pour les investisseurs de fonds. Les bons de souscription d'actions sont expliqués au chapitre 16.

* **La Penn Central Transportation Co., alors le plus grand chemin de fer des États-Unis, a demandé la protection de la loi sur les faillites le 21 juin 1970, ce qui a choqué les investisseurs, qui ne s'étaient jamais attendus à ce qu'une telle entreprise géante fasse faillite (cf. Parmi les sociétés dont l'endettement «excessif» était à l'esprit de Graham, il y avait Ling-Temco-Vought et National General Corp. (voir pages 425 et 463). Le «problème de solvabilité» à Wall Street est apparu entre 1968 et 1971, lorsque plusieurs maisons de courtage prestigieuses ont soudainement fait faillite.**

* **Voir chapitre 2. Au début de 2003, les obligations du Trésor américain arrivant à échéance dans 10 ans ont rapporté 3,8%, tandis que les actions (mesurées par le Dow Jones Industrial Average) ont rapporté 1,9%. (Notez que cette relation n'est pas si différente des chiffres de 1964 que Graham cite.) Les revenus générés par les obligations de première qualité diminuent régulièrement depuis 1981.**

* Les **«stocks du transport aérien», bien sûr, ont suscité autant d'enthousiasme à la fin des années 1940 et au début des années 1950 que les stocks Internet un demi-siècle plus tard. Parmi les fonds communs de placement les plus en vogue de cette époque figuraient Aeronautical Securities et le Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund. Comme les actions qu'ils possédaient, ils se sont avérés être un désastre d'investissement. Il est communément admis aujourd'hui que les bénéfices cumulés de l'industrie du transport aérien sur toute son histoire ont été négatifs. La leçon que Graham veut en tirer n'est pas que vous devez éviter d'acheter des actions de compagnies aériennes, mais que vous ne devez jamais succomber à la «certitude» que toute industrie surpassera toutes les autres à l'avenir.**

* **Les immobilisations corporelles comprennent les biens physiques d'une entreprise (comme les biens immobiliers, les usines, l'équipement et les stocks) ainsi que ses soldes financiers (tels que la trésorerie, les investissements à court terme et les débiteurs). Parmi les éléments non inclus dans les actifs corporels figurent les marques, les droits d'auteur, les brevets, les franchises, le goodwill et les marques. Pour savoir comment calculer la valeur des actifs corporels, voir la note de bas de page † à la p. 198.**